جامعة الأزهر
كلية التجارة بنات

محاضرات
في أسواق المال

دكتورة
منى عمار

٢٠٠٧/٢٠٠٨

بسم الله الرحمن الرحيم

الباب الاول

سوق رأس المـــــــال

بعد أن تناولنا   الشق الأول من سوق المال " هيكل القطاع التمويلى " وهو سوق النقد بمؤسساته الأربعة ، نأتى فى هذا الفصل للتعرف على الشق الثانى من هذا الهيكل وهو سوق رأس المال وسوف نتناول هذا السوق من حيث تعريفه وأهميته وكفاءته وأيضا سوف نتناول القسم الأول منه وهو سوق رأس المال عن غيــر طريــق الأوراق المالية والمؤسسات التابعة له وذلك فيما يلــــى :

تعريف سوق رأس المــــــال :

يعرف سوق رأس المال بأنـــه[1]

الإطار أو التنظيم الذى يشمل العارضين أم المقرضـــين لـــرأس المال طويل الآجل والطالبين أو المقترضين الذين فى حاجة إلى تلــك الأموال لفترة طويلة بالإضافة إلى عـــدد مـــن الوســـطاء المـــاليين المتخصصين مثل البنوك المتخصصة وشركات التـــأمين وشـــركات الاستثمار وهيئات التأمين وبنوك التمويل والاستثمار •

أهميــــــة أسواق رأس المــــــال :

أن الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية ما كان لها أن تؤدى وظيفتها بكفاءة ما لم توجد أسواق المـــال التـــى تتداول فيها تلك الأصول وإذا كان لأسواق المال أهميتها فـــى هـــذا

---

(١) محمد البنا – أسواق النقد والمال – مرجع سابق – صـــ١٢٤

الشأن فإن الدور الحيوى الذى تلعبه الأصول المالية فى الاقتصاد وقد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على أسواق المال ، فالأصول المالية وجدت لسبب جوهرى وأساسى يتمثـل فـى أن مـدخرات الأفـراد والمنشآت والحكومة تتكون فى فترة زمنية ليس من الضـرورى أن تكون هى ذاتها الفترة الزمنية التى يخطط فيهـا هـؤلاء المـدخرين لاستثمار تلك المدخرات فى أصول حقيقية ، فلو أن المدخرات لكـل وحدة اقتصادية تساوى حجم الاستثمار فى الأصول الحقيقية فى جميع الأوقات ما كان هناك حاجة إلى الأصول المالية أو أسواق رأس المال ولكن العكس صحيح لذلك ظهرت أهمية سوق رأس المال ٠

كفاءة سوق رأس المال :

تعنى كفاءة سوق رأس المال أن يعكس سعر السهم الذى تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات فى القوائم المالية أو فى معلومات تبثها وسائل الأعـلام أو تمثلـت فـى السجل التاريخى لسعر السهم فى الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو فى تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التى تؤثر على القيمـة السـوقية للسهم ، وعلى ذلك فأنه فى ظل السوق الكفيء تكون القيمة السـوقية للسهم هى قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية ، وفى ظل السـوق الكفيء أيضا لا يوجد فاصل زمنى بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقة للسهم كما لا يوجد فاصل زمنى بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها ، كما أن السوق الكفيء هو ذلك الذى يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة

بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، ولكـــى يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل فى التخصيص الكفيء للموارد المالية المتاحة ينبغى أن تتوافر فيه سمتين أساسيتين هما[(١)]

١) كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجيـــــــة "

ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين فـــى الســـوق بسرعة دون فاصل زمنى كبير مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافـــة المعلومات المتاحة وأيضا تصل هذه المعلومات إلى المتعـــاملين دون تحمل نفقات وبالتالى تكون الفرصة متاحة للجميـــــــع .

٢) كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخليـــــة "

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكلفة عالية للسماسرة ودون أن يتحقق للتجـــار فرصة تحقيق ربح مغالى فيه.

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين همـــــا :

- سوق رأس المال عن غير طريق الأوراق الماليـــــــة .
- سوق الأوراق الماليـــة .

وسوف نتناول هنا سوق رأس المال عن غيـــر طريـــق الأوراق المالية أما القسم الثانى وهو سوق الأوراق المالية فسوف تخصص له الفصل القادم لأهميته فى هذه الدراســــة .

ســـوق رأس المال عن طريق الأوراق الماليـــة :

---

(١) منير هندى الأوراق المالية وأسواق رأس المال – سنة ١٩٩٧ – صـــ٤٨٩
وأيضا: عبد الغفار حنفى – البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار– مرجع سابق – صـــ١٥٢

هو أحد شقى سوق المال وهو يضم مؤسسات تقوم على التعامل فى الأموال والقروض طويلة الأجل ومتوسطة الأجل وتنقسم مؤسساته إلى نوعين أولهمـــا المؤسســـات المصـــرفية وثانيهمـــا المؤسســـات غيـــر المصرفيـــــة ٠

أولا :- المؤسسات المصرفيــة :

هى وحدات مصرفية أو مالية تقوم بتجميع الموارد الادخاريـــة مـــن الأفراد والمشروعات والحكومة أو القطاع العام وتضعها تحت تصـــرف نفس هذه الوحدات إذا احتاجت كالغرض التوظيف الاستثمارى وتكـــون الوظيفة الحقيقة الأساسية لهذه الوحدات " المؤسســـات المتخصصـــة" أن تضع فائض بعض الوحدات تحت تصرف الوحدات التـــى تعـــانى مـــن العجز ، وهكذا تربط هذه المؤسسات بين قطاعات الادخـــار وقطاعـــات الاستثمار حيث تؤمن للأولى الأصول والثانية الأموال فتعمل بذلك علـــى رفع معدلات الادخار عن طريق تعقيم جزء مـــن الاســـتهلاك وتـــوفر للوحدات الإنتاجية القدرات الاستثمارية عن طريق ترشيد الإنفاق ٠

وتضم هذه المؤسسات مجموعة من البنوك المتخصصة التى تتعامـــل فى القروض طويلة الأجل ومتوسطة الأجل مثل :

البنوك العقاريـــــة البنوك الزراعيـــــــة

البنوك الصناعية البنوك الاستثمارية

لذلك يطلق على هذه البنوك مصطلح البنوك المتخصصة وفيما يلى سوف نتعرف على المقصود بالبنوك المتخصصة ثم نتناول كل نوع من أنـــواع هذه البنوك بالتفصيل ٠

تعريف البنوك المتخصصــة :

عرف المشرع المصرى البنوك المتخصصة " قانون رقم ١٢٠ لسنة ٧٥ مادة ١٦" غير التجارية التى تقوم بالعمليات المصرفية التــى تخـدم نوعا محددا من النشاط الاقتصادى وفقا للقرارات الصــادرة بتأسيسـها والتى لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أوجه أنشـطتها الأساسـية وتختلف أنشطة هذه البنوك عن البنوك التجارية لأن أنشطتها تحتاج إلــى تمويل طويل الآجل وخبرات خاصة ومعرفة بطبيعة العمليات مثل النشاط الزراعى أو الصناعى أو العقارى أو الاستثمارى ومن أهم الخصــائص المميزة للبنوك المتخصصة هــى[1]:

- لا تتلقى الودائع من الأفراد وأنما تعتمد على رؤوس أموالهــا ومــا تصدره من سندات تستحق الدفع بعد آجال طويلة وما تعقــده مــن قروض طويلة الأجل تحصل عليها من البنك المركــزى والبنــوك التجارية ٠
- قد يكون جانبا من أهداف هذه البنوك قوميا اجتماعيا لذلك قد تعاونها الدولة وتمنحها القروض بسعر فائدة مميز.
- لا يقتصر نشاط هذه البنوك على عمليات الإقراض والتسليف فقــط بل قد تقوم بالاستثمار المباشر إما عن طريق إنشــاء مشــروعات جديدة أو المساهمة فى رؤوس أموال المشروعات وتقديم الخبــرات الفنية والمشورة فى مجال تخصص البنك ٠

(١) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص – الأسواق والمؤسسات المالية – مرجع سابق – صـ٥١

١) البنوك العقاريـــة :

هى مجموعة من المؤسسات المالية التى تواجه قطاعا متميزا وحيويا هو قطاع الإسكان والمرافق وهذا القطاع يحتاج إلى توافر أموال كبيـــرة ومستعدة للتوظيف لآجال طويلة وبأسعار مناسبة تقابل طول مدة القرض والمخاطر التى يتعرض لها الادخار بفعل التضخم من جهة وبشـــرط ألا تكون مرتفعة حتى لا تزيد تكلفة الإسكان ويحدث خلـــل فـــى الأســـعار والدخول النسبية للأفراد من جهة أخرى[١].

وتحصل هذه المؤسسات على الإدخارات من مصادر مختلفة تتمثـــل فى رأس المال والودائع والأموال الحكومية وحصـــيلة بيـــع الأراضـــى الحكومية والضرائب والرسوم المخصصة بهذا القطاع بجانب الســـندات التى تخاطب الادخار الفردى وجمعيـــات الإســـكان وفـــائض الجهـــاز المصرفى التقليدى .

أما بالنسبة لتوظيف هذه المدخرات فيوجد طريقتان :

أولهما : الإسكان الاجتماعى والمخصص لبناء مساكن للأفراد والعائلات ويلحق بها الإسكان التعاونى وهذه النوعية من الإسكان يجب أن تحصل على قروض لمدد طويلة وبأســـعار فائـــدة منخفضـــة نظـــرا للطبيعـــة الاجتماعية لهذه النوعية من التوظيف الاســـتثمارى علـــى أن يعـــوض انخفاض العائد النوعية الثانية من الإسكان .

ثانيهما : يتعلق بالإسكان التجارى والصـــناعى والمخصـــص للمتـــاجر والفنادق وغيرها وهذه يمكن أن تفرض عليها أســـعار فائـــدة مرتفعـــة يعوضها الأرباح المرتفعة التى تحققها تلك المؤسســـات وتكـــون لمـــدة قصيرة أو متوسطة نسبيا لتوفير السيولة للنوعية الأولـــــى .

---

(١) مصطفى رشدى شيحه – اقتصاديات النقود والمصارف والمال – مرجع سابق – صـ ٤٨٢

وتتمثل البنوك العقارية المصرية فى بنك واحد هو البنك العقارى المصرى العربى والذى تم إدماجه فى البنك العقارى العربى فى ١٩٩٩/٦/٢١ كنوع من الدمج الطوعى وذلك بهدف خلق كيان مصرفى قوى متخصص فى التمويل والخدمات العقارية وليرتفع حجم أصول البنك العقارى المصرى العربى بعد عملية الدمج إلى ١٠ر٢ مليار جنيه مصرى[1] <٢> مما يساهم بدوره فى تقديم خدمات مصرفيه ومالية بصورة أفضل ويضم هذا البنك ٢٦ فرعا ٠

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها البنوك العقارية :

بالرغم من أن طبيعة عمل البنوك العقارية أنها لا تقوم بتجميع المدخرات إلا أننا نجد أنها تساهم فى جانب الادخار من خلال استقطابها لجزء من المدخرات يتمثل فى الودائع والأموال الحكومية وعلى الجانب الآخر فهى تساهم فى جانب الاستثمار - حيث تتحدد طبيعة عملها في هذا من خلال توفير التمويل اللازم للاستثمارات الخاصة بقطاع الإسكان بنوعيه سواء الإسكان الاجتماعى أو الإسكان التجارى ، وبذلك فهى تتأثر بجانب هام من جوانب الاستثمار وتقوم بتمويله وهو قطاع الإسكان٠

والجدول رقم (١) فى الباب الثانى من هذه الدراسة يوضح حجم الاستثمارات فى قطاع الإسكان خلال الفترة من ٩٠ - ١٩٩٩ ٠

(١) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلى المصرى - العدد الثانى - المجلد الثالث والخمسون سنة ٢٠٠٠

٢)البنوك الزراعيـــة :

إذا كان النمو الاقتصادى قد أرتبط فى غالبية دول العـالم بالتقـدم الصناعى إلا أن هذا التقدم يفترض مسبقا إعداد وتجهيز القطاع الزراعى على أساس أن هذا القطاع الأخير هو الذى يمد القطاع الصناعى بأدوات التنمية من فائض رؤوس الأموال والعمالة والمواد الأولية

ولكى يتم تجهيز هذا القطاع من ناحية ولتجاوز الصعوبات التى تواجـه الائتمان الزراعى من ناحية أخرى كان لا بد من الاهتمام بالتنظيم المالى داخل قطاع الزراعة وضرورة تطوير وظائف وهياكل المؤسسات المالية الوسيطة والتى تدير هذه النوعية الخاصة من الائتمان ومن هنـا كانـت بداية بنوك التنمية الزراعية والتى تقوم بتجميع مصادر الادخار المختلفة من هذا القطاع والمتمثلة فى مدخرات الوحدات التنموية الريفيـة مثـل الجمعيات التعاونية والشركات الزراعية بالإضافة إلـى ادخـار كبـار وصغار المزراعين والادخار الإجبارى من خلال الرسوم والضـرائب المحلية ونظام التأمين على الأفراد والممتلكات والحيوانات وأيضا الموارد الحكومية والإعانات وقروض البنك المركزى والبنوك التجارية وحصيلة بيع الأراضى المستصلحة وفائض أرباح التعاونيات التسـويقية وفـروق الأسعار الزراعية والضرائب الجمركية علـى الصـادرات وضـرائب الحماية الجمركية على الواردات •

ثم تقوم بعد ذلك بتوظيف تلك المدخرات فى وظائف اسـتثمارية شتى من أهمها القروض قصيرة الأجل لتمويل المحصول وهى قروض تحدد مداها مدد زراعة المحاصيل وغالبا ما تسدد عن طريـق الخصـم عند المنبع عند توريد المحصول والحصول على ثمن المحصـول مـن

المؤسسات التسويقية التابعة للمؤسسات الائتمانية الزراعية[1] كما تمنح هذه البنوك ائتمان متوسط الآجل يمتد من ثلاثة إلى خمسة سنوات ويخصص لتمويل الحدائق وتربية الماشية والدواجن وخلق مجمعات صناعية زراعية فى مجال الألبان والمنتجات الزراعية وإدخال الميكنة الزراعية ، أيضا تمنح ائتمان طويل الأجل من خمسة إلى عشر سنوات أو أكثر ويخصص لاستصلاح الأراضى البور وتحسن طرق الرى والصرف ، كما أن هناك نوع آخر من الائتمان الزراعى يتمثل فى قيام المؤسسات التمويلية الزراعية بتأسيس الشركات الزراعية أو المشاركة فى الشركات الزراعية لاستصلاح الأراضى والصناعات الزراعية ٠

وتتمثل البنوك الزراعية المصرية فى بنك واحد هو البنك الرئيسى للتنمية والائتمان الزراعى ويضم ١٠٢٩ فرعا منها ١٧ بنكا بالمحافظات و ٨٤٥ بنكا بالقرى ٠

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها البنوك الزراعيـــــة :

لا شك أن البنوك الزراعية تقوم بدور هام فى مجال تعبئة المدخرات المحلية.فهى تستقطب مدخرات قطاع معين من قطاعات الاقتصاد القومى وهو قطاع الزراعة من خلال وحداته المختلفة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات فى مجال محدد أيضا من مجالات الاستثمار وهو الاستثمار فى القطاع الزراعى من خلال صور مختلفة لهذا الاستثمار وهى بذلك تقوم بدور هام وتقدم خدمات مالية ومصرفية لجانبى الادخار والاستثمار وإن كان ذلك محدداً فى قطاع معين وهو قطاع الزراعة ٠ والجدول رقم

(١) مصطفى رشدى شيحه - الوجيز فى الاقتصاد النقدى والمصرفى والبورصات سنة ١٩٩٦ ص ٢٨٧ - ٢٩٢

(١) فى الباب الثانى من هذه الدراسة يوضح حجم الاستثمارات فى قطاع الزراعة خلال الفترة من ١٩٩٩/٩٠ .

٣) البنوك الصناعيــــــــة :

يعود إنشاء هذه البنوك إلى نهاية الحرب العالمية الثانية حيــث ظهــرت الحاجة فى الدول المتقدمة إلى تعويض ما دمرته الحرب مــن الجهــاز الإنتاجى الصناعى وضرورة تدخل الدولة بصــورة إيجابيــة ومباشــرة لتمويل إعادة بناء الجهاز الإنتاجى باستخدام الفائض الحكومى والأهلــى والقروض الخارجية فنشأت مؤسسات حكومية تتلقى القروض الخارجية والادخار المحلى وتقوم بالدراسات وتعطى القروض النقديــة والعينيــة المميزة وعلى آجال طويلة لرجال الصناعة كذلك كان لبــروز مشــكلة التخلف الاقتصادى فى الدول النامية وادارتها أهمية التنمية الاقتصــادية لقطع حلقة الفقر وعزوف رؤوس الأموال الخاصة عن المشــاركة فــى التصنيع وتفضيل التجارة والخدمات ورفض البنوك التجارية المشــاركة فى تمويل الصناعة كل ذلك أدى إلى إنشاء بنــوك وصــناديق للتنميــة الصناعية تكون من أغراضها تقديم وتوفير الأموال والقــروض طويلــة الأجل للمشروعات العامة والخاصة وتعبئ الادخارات وتوفر الخبــرات التكنولوجية وتستورد المعارف الفنيــة وتنمــى كفــاءات المشــروعات وإدارتها وتجعلها تتجه نحو الاستثمار الصناعى سواء كان ذلك استثماراً بالإنشاء أو الاســتبدال أو الصــيانة أو التوســع وتطبــق التجديــدات والاختراعات التكنولوجية[1] .

(١) مصطفى رشدى شيحه – اقتصاديات النقود والمصارف والمال – مرجع سابق صـــ ٤٦٨

والبنوك الصناعية المعروفة الآن ما هـى إلا الصـورة التقليدية والأولى لبنوك التنمية الصناعية بعد تطويرها وهى بنوك تتخـذ الشـكل التقليدى من حيث أنها تعتمد على مصادرها مـن رأس المـال وودائـع رجال الصناعة والسندات التى تصدرها وتساهم فيها البنـوك التجاريـة والبنك المركزى لتمويل إنشاء وتجديد الصناعات وغالبـا مـا تـرتبط عملياتها بالصناعات التقليدية والصغيرة والحرفية ويعيبها ارتفاع أسعار الفائدة على القروض التى تمنحها وتتطلب ضمانات كثيرة لإتمـام هـذه القروض سواء كانت عينية أو شخصية .

وتتمثل البنوك الصناعية فى مصر فى بنك واحد هو بنك التنميـة الصناعية المصرى ويضم ١٤ فرعا.

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها البنوك " الصناعيـة "

البنوك الصناعية هى مؤسسات مصرفية متخصصة ولكن كغيرهـا من المؤسسات المتخصصة – الزراعية والعقاريـة – بـالرغم مـن أن القانون حظر عليها تلقى الودائع كالبنوك التجارية إلا أنها تقوم بتجميـع المدخرات من خلال ودائع رجال الصناعة والسندات التى تصدرها وهى تعيد استثمار ما جمعته من مدخرات ولكنها تتخصص فى نوعية معينـة من الاستثمار الذى تقوم بتمويله وهو الاستثمار الصناعى والحرفى كمـا أن مدخراتها تستقطب من قطاع محدد وهو القطاع الصناعى وهى بذلك تشارك فى جانبى الادخار والاستثمار عن طريق ما تقدمه مـن أعمـال مصرفية لكلا الجانبين مقتصرة فى ذلـك علـى المجـال الصـناعى . والجدول (١) فى الباب الثانى من هذه الدراسة يوضح حجم الاستثمارات فى قطاع الصناعة خلال الفترة من ١٩٩٠ /١٩٩٩ .

٤) بنوك الاستثمار والأعمـــــال :

عرفها المشرع فى القانون ١٢٠ لسنة ٧٥ فى مادته (١٧)[١]

ويصل عدد هذه البنوك العاملة فى مصر إلى ٣١ بنكا تضم (١٥٩) فرعا منها (١١) بنكاً مشتركاً وخاصاً وتضم (١١٢) فرعا و (٢٠) فرعاً بنوك أجنبية وتضم (٤٧) فرعاً[٢].

وهذه المجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة تقوم هياكلها على اقتصاديات الأعمال من حيث البحث عن أحســن فــرص الاســتثمارات طويلة الأجل بما فى ذلك تحقيق الحد الأقصى للأرباح بأقل تكلفة ممكنة وهى تقوم بتجميع الادخار بوسائل مختلفــة مــن المؤسســات الخاصــة والأفراد ولا مانع من مشاركة المشروعات العامة فــى رؤوس أموالهــا ووظائفها ولكن مع الاحتفاظ لها بالطابع المالى والتجارى الخاص وهــى تجمع هذا الادخار من خلال رأس المال والقروض من البنوك التجاريــة وتصدر السندات وشهادات الاستثمار بمختلف أنواعها ثم تســتخدم هــذه الأموال المضاربة فى بورصات الأوراق المالية على الأسهم والســندات والأوراق المالية الحكومية والأجنبيــة بقصــد تنشــيط حركــة إنشــاء المشروعات وأرصدة القروض الإنتاجية كما يمكن أن تمارس الاستثمار مباشرة عن طريق تكوين وإنشاء المشروعات مستخدمة فى ذلك خبراتها الفنية والاقتصادية، ويمكنها أيضاً أن تطرح جزءاً من رأس المــال فــى البورصة للاكتتاب العام.

وتتكون بنوك الاستثمار والأعمال من خلال ثلاثة أشكال هى[*]:

---

(١) التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى سنة ٢٠٠٠/٩٩ صـ٩٤

(٢) مصطفى رشدى شيحه – اقتصاديات النقود والمصارف والمال – مرجع سابق صـ٤٧٤

أ) تتكون نتيجة لجهود جماعى أو فردى من بعض المؤسسات الامالية والوحدات العائلية ذات الفائض والتى تحوز على سيولة كبيرة وترغب فى توظيف أموالها فى قروض طويلة الأجل للمشروعات الصناعية وغالباً ما تكون هذه الوحدات المالية متمثلة فى التجار وشركات الخدمات وهذا يعنى تحويل رأس المال ا لتجارى إلى رأس مال صناعى.

ب) تتكون من خلال إتفاق مجموعة من البنوك التجارية على تخصيص جزء من فائض السوق النقدية لاستخدامه فى الاستثمار الصناعى ويكون ذلك عن طريق تكوين شركات مالية قابضة تتخصص فى التمويل الصناعى ودراسة المشروعات.

جـ) تتكون من خلال تجمع ومساهمة عدد من الشركات الصناعية الضخمة حيث تنشأ مؤسسة مالية قابضة تحصل على فوائض الشركات الصناعية فتتوافر لديها سيولة تسمح لها بتمويل وإنشاء المشروعات الجديدة المكملة للمشروعات الصناعية ، كما يمكنها أن تساهم فى تمويل توسيع أو تجديد الطاقة الإنتاجية للمشروعات القديمة.

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها بنوك الاستثمار والأعمال:

بنوك الاستثمار والأعمال مثلها مثل أى مؤسسة مالية مصرفية تعمل فى مجال تجميع المدخرات ثم تعيد توظيفها فى أوجه استثمارات مختلفة فهى تجمع المدخرات من خلال القروض من البنوك التجارية والسندات وشهادات الاستثمار التى تصدرها وتقوم باستثمار هذه الأموال فى المضاربة فى البورصات وتمنح القروض الإنتاجية للأفراد

(*) مصطفى رشدى شيحة – اقتصاديات النقود والمصارف والمال – مرجع سابق صـ ٤٧٤

والمشروعات كما أنها تمارس الاستثمار مباشرة عـن طريـق إنشـاء مشروعات تديرها لحسابها الخاص وهى بذلك تشارك بـدور هـام فـى جانبى الادخار والاستثمار، والجدول التالى يوضح موارد واسـتخدامات بنوك الاستثمار والأعمال خلال الفترة من ٩٠ – ٩٩.

جدول رقم (٧) موارد استخدامات بنوك الاستثمار والأعمـال[1]

القيمة بالمليون جنيه

السنة / البيان	٩٠	٩١	٩٢	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦	٩٧	٩٨	٩٩
أولا :- الموارد رأس المال القروض والسندات الودائـع قروض من البنوك محلية وخارجية شهادات الاستثمار + الاحتياطات	١١٢٠ ٣٤ ٧٧٨٢ ٧٧٢٣ ٤١١٦	٩٦٧ ٤٨ ٩٦٧٣ ٩٧٥٦ ٥٠٦٩	١٠٧٦ ٧٣ ٨٩١٢ ٨١٤٥ ٥٣٨٩	١١٨٩ ٨٥ ٩٢٥٨ ١٢٠٧ ٠ ٥١٧٠	١٦٦٥ ١٠١ ١٠١٠ ٠ ١٠٦٧ ٤ ٥٢٨٧	١٨٩٢ ١١٦ ١٣٤٨ ٩ ١١٣٥ ٨ ٧٠٦٠	٢١١٤ ٦٤٧ ١٥٩٨ ١ ١١١٥ ١ ٧٤٥٥	٢٤٤٦ ١١٠٨ ١٧٦٨٦ ٤ ١١٨١٣ ٨٧٢٣	٢٥٤٨ ١٥١٥ ٢٠٣٢ ٧ ١٣٥٣ ٩ ٩٣٠٠	٢٥٨٤ ١٦٦٦ ٢٥٠٣ ٦ ٨٥٧٥ ١٢٦٨ ٣
الإجمالي	٢٠٧٧ ٥	٢٥٥١ ٣	٢٣٥٩ ٥	٢٧٧٧ ٢	٢٧٨٢ ٧	٣٣٩١ ٥	٣٧٣٤ ٨	٤١٩٥٤	٤٧٢٢ ٩	٥٠٥٤ ٤
ثانيا :- الاستخدامات الاستثمار فى الأوراق المالية القروض الممنوحة أرصدة فى البنوك استخدامات أخرى	٦٢٤ ٨٦٤٨ ٩٣٥٣ ٢١٥٠	٩٠٥ ١٠١٣ ٥ ١١٩٩ ٣ ٢٤٨٠	٢٧٩٤ ١٠٢٠ ٠ ٨٩٨٨ ١٦١٣	٥٥٧٠ ٩٩٨٢ ١١٩٢ ٤ ٢٩٦	٦٣٥٨ ١١٣٩ ٠ ١٠٠١ ٢ ٦٧	٥٨١٥ ١٤١٤ ٩ ١٢٧٢ ٦ ١٢٢٥	٨٢٩٦ ١٦٧٠ ٣ ١٢١١ ٤ ٢٣٥	١٠٣١١ ١٨٨٥١ ١٢٠٥٣ ٧٣٩	١٠٤٨ ٤ ٢٣٨٦ ٦ ١٢٤٣ ٠ ٤٤٩	٨٣٨٢ ٢٨٤٦ ٤ ١١٧٩ ٧ ١٩٠١
الإجمالي	٢٠٧٧ ٥	٢٥٥١ ٣	٢٣٥٩ ٥	٢٧٧٧ ٢	٢٧٨٢ ٧	٣٣٩١ ٥	٣٧٣٤ ٨	٤١٩٥٤	٤٧٢٢ ٩	٥٠٥٤ ٤

(١) بيانات مجمعة من التقارير السنوية للبنك المركزى المصرى .

ثانيا :- المؤسسات غير المصرفية :

المؤسسات غير المصرفية هى مؤسسات مالية ولكنها غير الجهاز المصرفى بالرغم من تشابهها فى الكثير من أوجه أنشطتها والخاصة بالائتمان وتوفير مصادر التمويل للمشروعات والأفراد وبصفة عامة لا خلاف يذكر فيما يتعلق بالاستخدامات أو التوظيف بين هذه المؤسسات ومؤسسات الجهاز المصرفى ، أما الخلاف الحقيقى فيتعلق بمصادر الاستخدام والتوظيف أو العمليات التى تمارس ففيما يتعلق بمصادر الاستخدام فإننا نجد أن وحدات الجهاز المصرفي تعتمد أساسا على الأموال التى حصلت عليها من الغير فى شكل ودائع - وقليل من هذه المؤسسات تعتمد على أموالها الخاصة أما المؤسسات المالية فهى تعتمد أساسا على رؤوس أموالها، وعلى هذا فمؤسسات الجهاز المصرفى تستخدم أموال الغير لحسابها الخاص وليس لحساب أصحاب الودائع أما المؤسسات المالية فهى تعمل لحسابها الخاص وتستخدم أموالها المملوكة لها وإذا اضطرت لاستخدام أموال الغير (الودائع) فيكون ذلك فى ظروف استثنائية لمواجهة احتياجات الاستثمار .

أما عن طبيعة العمليات التى تمارسها كل من مؤسسات الجهاز المصرفى والمؤسسات المالية :

فالعمليات التى تقوم بها مؤسسات الجهاز المصرفى تتركز فى الائتمان قصير ومتوسط الأجل وبعض عمليات الاستثمار المباشر أما المؤسسات المالية فهى تقوم بعمليات الاستثمار المباشر[1].

(1) Wall ,L.D:{nanbank activitics and risk }economic rcview 71,1986

وتضم هذه النوعية من المؤسسات مجموعة من الشركات والهيئات " منظمات غير بنكية " تتمثل فى :-

١) شركات التأميـــــن ٢) شركات الاستثمار

١) هيئات التأمين الاجتماعى وصناديق التأمين الخاصــة

وسوف نتناول كل واحدة منا بالتفصيل فيما يلى :

١) شركات التأميــن :

تنحصر فكرة التأمين فى الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر ولا يعتبر هذا هو الغرض من التأمين فقط بل إن للتأمين أيضا دوره ومساهمته فى التنمية الاقتصادية ومن أهم هذه الإسهامات توفير الموارد المالية وتنمية وتشجيع الوعى الادخارى وذلك لأن شركة التأمين مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم وهى كذلك تعمل كوسيط يقبل الأموال التى تتمثل فى الأقساط التى يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد شأنها فى ذلك شأن البنوك التجارية ويوجد نوعان من شركات التأمين شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين العامــة .

دور شركات التأمين باعتبارها مؤسسة ماليــة :

تمثل شركات التأمين أحد مكونات النظام المالى فى أى دولة فهى بمثابة وسيط مالى تقوم بتحصيل أقساط التأمين من المؤمن لهم لحمايتهم ضد المخاطر وفى نفس الوقت تقوم هذه الشركات بإقراض هذه المبالغ إلى مؤسسات الأعمال الأخرى العاملة فى المجتمع ، أيضا قد تقوم بإقراض جزء من هذه الأموال للمؤمن لهم بضمان أقساط التأمين

المدفوعة ومن ثم فإن شركات التأمين على الحياة تقوم بتجميع الأموال من خلال أقساط التأمين وإعادة ضخها إلى السوق " سوق رأس المال" وهكذا يمكن القول بأن شركات التأمين تلعب دورا حيويا فى عملية النمو من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية حقيقية[1].

وشركات التأمين تحصل على أموالها من مصدرين أساسين يتمثلان فى :-

المصدر الأول : الأقساط النقدية التى يدفعها المؤمنون (حملة وثائق التأمين)

المصدر الثانى: الأرباح الناجمة عن الاستثمار فى الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى.

بالرغم من وجود مصادر أخرى مثل :

الحسابات المنفصلة والحسابات العامة[2] إلا أن المصدرين الأساسين هما أهم مصادر أموال شركات التأمين.

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها شركات التامين :

تقوم شركات التأمين بدور هام فى مجال تعبئة المدخرات وذلك من خلال عملها والمتمثل فى الأقساط التى يدفعها حملة الوثائق والتى تمثل مدخرات لأفراد ومؤسسات أما بالنسبة لجانب الاستثمار ومشاركة

(١) عبد الغفار حنفى ، رسمية قرياقص – الأسواق والمؤسسات المالية – مرجع سابق ص ٣١١ – ٣٦٢ .

(٢) الحسابات المنفصلة هى :- الحسابات ذات الطابع المستقل الناجمة عن بيع وثائق التامين التقليدية والاستثمارات الأخرى وعادة ما تمثل حسابات لشركات التامين لدى مؤسسات المعاشات أو صناديق الاستثمار أو شركات الأشخاص أو لدى الأفراد وقد ظهر هذا المصطلح فى بداية الستينيات .

شركات التأمين فيه فأننا نجد أن شركات التأمين تقوم بممارسة الاستثمار بنفسها من خلال استراتيجية معينة تتبناها وتتمثل فيما يلي[1] :

بمجرد أن يدفع المؤمنون الأقساط أو المبالغ المنصوص عليها فى عقود وثائق التأمين يقع على عاتق شركات التأمين ضرورة استثمار هذه الأموال استعدادا لذلك اليوم الذى يستحق فيه للمؤمنين قيمة وثائق التأمين أو المنتفعين بهذه الوثائق وهو ما يتطلب من شركة التأمين انتهـاج مـا يطلق عليه" سياسة الرجل الحريص " وتقتضى هذه السياسة من شركات التأمين ليس فقط متابعة أدوات الاستثمار ذات العائد المرتفع فى السـوق بل يجب دراسة ما تنطوى عليه هذه الأدوات من مخاطر وعلى ذلك قـد يكون من الأفضل الاستثمار فى سندات ذات عائد مرتفع وفى نفس الوقت تنطوى على درجة مخاطر مقبولة مثل السندات المحلية حيث أن الـدخل يعفى من الضرائب أو السندات التى تصدرها منشآت الأعمال أو الأسهم الممتازة أو الرهونات التجارية الجيدة أى أنه يمكن تلخيص سياسة الرجل الحريص فى :-

شراء الأوراق المالية طويلة الأجل والاحتفاظ بها حتى يحين تاريخ استحقاقها وفى هذه الاستراتيجية ما يضمن لشركة التأمين الحصول على الفوائد أو التوزيعات المقررة على تلك الأوراق غير أن ما يجب أخذه فى الاعتبار أيضا عند تنفيذ هذه السياسة أن تتميز الأوراق المالية بإمكانيـة تسويقها بالشكل الذى يحقق اعتبارات الأمان لشركات التأميـن .

ويشير الواقع أن شركات التأمين إما أن تقـوم بالاسـتثمار فـى الأوراق المالية من خلال السوق المفتـوح أو أن تقـوم بـإبرام عقـود

(١) من واقع مقابلة شخصية أجرتها الباحثة مع المسئولين عن شركات التامين " حـول الاسـتثمارات التى تمارسها هذه الشركـات "

اقتراض بشكل مباشر بينها وبين بعض المقترضين ويطلق على هذا الأسلوب الأخير " الإحلال المباشر أو الخاص " والاتجاه الأخير قد يكون أكثر فائدة لشركات التأمين حيث لا تتحمل مصاريف إصدار ، كذلك تتجنب المشاكل الناجمة عن الاستدعاء المبكر وبالتالى يمكن لشركة التأمين الاحتفاظ بالأوراق المالية حتى تاريخ الاستحقاق وهو ما يتفق مع سياسة الرجل الحريص .

ولكن نتيجة التغيير فى البيئة الاقتصادية فى السنوات الأخيرة وارتفاع سعر الفائدة أدى ذلك إلى إحداث تغيرات جذرية فى سياسات الاستثمار لشركات التأمين إذ بدأت تميل هذه الشركات إلى الاستثمار فى أوراق مالية تتراوح أعمارها ما بين ١٠ – ١٥ سنة على الأكثر كذلك أنشأت هذه الشركات مراكز مهمتها تقييم أداء كل ورقة على حدة وفى ضوء محفظة الأوراق المالية لشركة التأمين بشكل مستمر والتخلص من الأوراق المالية ذات الأداء المنخفض وإحلالها بأوراق مالية جديدة ذات جودة عالية فيما يسمى بأسلوب تعديل المحفظة.

وعلى أى حال فإن شركات التأمين تراعى عدة خصائص عند استثمار أموالها تتلخص فيما يلي:

السيولة ———— وذلك لمواجهة الطلب المفاجئ

الضمان ———— حيث أن هذه الأموال ليست ملكاً للشركة بل هى ملك لحملة الوثائق

الربحية ———— وذلك لتدعيم مركز الشركة التنافسى فى السوق .

ويمكن تلخيص الوضع فى شركات التأمين من حيث الاستثمارات التى تقوم بها هذه الشركات فى أربع مجموعات هي[1]:

أ) الودائـع فى البنـوك :

احتفظت الشركات بجزء من أصولها فى شكل نقدى وذلك فى شكل ودائع بنكية مقبولة الدفع لمواجهة متطلبات السيولة وقد وصلت هذه النسبة من الاستثمار فى هذا المجال خلال الفترة من ٩٠-١٩٩٩ إلى ١ر٤١% فى المتوسط من إجمالي استثمارات هذه الشركات وتلجأ شركات التأمين إلى الاستثمار فى هذا المجال عندما لا تتوافر فرص استثمارية بديلة أو فى حالة عرض أسعار عالية لفوائد هذه الودائع ٠

ب) الأوراق الماليـة :

حيث تقوم شركات التأمين باستثمار جزء كبير من أموالها فى نوعين من الأوراق المالية

الأول : هو الأوراق المالية ذات العائد الثابت وتتمثل فى صكوك وسندات حكومية وأهم ما يميزها عنصر الضمان إلا أن عائدها منخفض ٠

الثانى : هو الأوراق المالية ذات العائد المتغير وعائدها عادة ما يكون مرتفعا ولكن يتعرض لدرجة أكبر من المخاطر ٠

وقد أسفرت نتائج الفترة السابقة ٩٠- ٩٩ أن حجم المستثمر فى الأوراق المالية بنوعيها قد وصل إلى ٥ر٥٢ % من حجم استثمارات هذه الشركات ٠

(١) يمكن الرجوع إلى جدول رقم (١) فى الباب الثانى من هذه الدراسة الذى يوضح التوظيفات الاستثمارية التى قامت بها شركات التأمين خلال الفترة من ١٩٩٠ - ١٩٩٩

جـ) العقارات والأراضـــــــــــى :-

اتجهت هذه الشركات فى السنوات الأخيرة إلى الاستثمار المباشـــر فى العقارات والأراضى وذلك لانخفاض أسعار الفائدة الــذى أدى إلـــى انخفاض قيمة الأسهم والسندات التى تمتلكها شركات التأمين وهذا النوع من الاستثمار إيراداته مضمونه ومصرح به قانونا وشركات التأمين فى مصر ملزمة به وبالرغم من ذلك فهذا النوع مـــن الاســـتثمار محـــدود بالمقارنة بغيره من أشكال الاستثمارات الأخرى التى تمارسها شـــركات التأمين حيث لم يتعدى المستثمر فى الأراضى والعقارات ٥ر٤ % مـــن إجمالى الاستثمارات التى تمارسها شركات التأمين وذلك خلال الفترة من ١٩٩٠ – ١٩٩٩ .

د) القـــــــروض :

تقوم شركات التأمين بمنح قروض لحملة وثائق التأمين وهذا النوع من الاستثمارات يحقق درجة عالية من الضمان بالإضافة إلى أنه يشجع على استمرار المؤمنين فى التأمين وقد بلغت الاستثمارات فى هذا النوع ٩ر١ % من إجمالى استثمارات هذه الشركات وساعد الشـــركات علـــى الاستثمار فى هذا المجال ارتفاع معدلات الفائدة على تلك القروض فـــى السنوات الأخيـــــرة .

وبتحليل النتائج السابقة يتضح أن الاستثمار فـــى الأوراق الماليـــة يأتى فى مقدمة أشكال الاستثمار التى تمارسها شـــركات التـــأمين يليـــه الودائع فى البنوك ثم العقارات ثم القروض ويلاحظ أن القروض تأتى فى المؤخرة لأن شركات التأمين فى مصر لا تقرض إلا حملة الوثائق فقـــط تحقيقا لسياسة الضمان المطلق والربحية المؤكدة .

وهكذا يمكن القول أن لشركات التأمين دور هام كمؤسسة مالية تساهم فى توفير الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية ،

٢) شركات الاستثمار :

تعتبر شركات الاستثمار مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لهم موارد مالية كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية ثم إدارتها سواء لكبار أو صغار المستثمرين وخاصة اللذين تعوزهم الخبرة أو اللذين لا يتوافر لديهم الوقت الكافى لإدارة هذه المحافظ[١].

وهناك تعريف آخر لشركة الاستثمار بأنها هى التى يتركز نشاطها فى استثمار وإعادة استثمار الأموال فى كافة المجالات بما فيها المتاجرة فى الأوراق المالية[٢]

وهذه الشركات نشأت وفقا لأحكام قانون الاستثمار وهى تستخدم مواردها المالية فى إنشاء المشروعات الجديدة سواء بالمساهمة فى رأسمالها أو مدها بالقروض طويلة الآجل بالتعاون مع شركات التمويل وهذه الشركات ممنوعة وفقا لأحكام قانون الاستثمار من قبول الودائع وبالتالى فهى تعتمد على مواردها الخاصة بالإضافة إلى ما تحصل عليه من شركات التمويل والسندات التى تصدرها ،

---

(١) عبد الغفار حنفى ، رسمية قرياقص – الأسواق والمؤسسات المالية – مرجع سابق – ص ٣٦٥ – ٣٧٥

(٢) منير مهدى – الأوراق المالية وأسواق رأس المال – سنة ١٩٩٧ – ص ١٩٨ ،

أهداف هذه الشركـــــات :

تتشابه شركات الاستثمار فى العديد من الخصائص وعلى الرغم من ذلك فقد تختلف اختلافا جوهريا فى أهدافها ومكوناتهـــا التنظيميـــة فمعظـــم شركات الاستثمار يحكمها هدف مبدئى هو " نمو رأس المال " مقاسا من خلال حجم الأصول ٠ ، أما عن الأهداف الأخرى فتتمثل فـــى تعظـــيم الدخل والعمل على استقرار الدخل المالى أو الاستثمار الكثيف فى أدوات سوق النقد وحديثا فقد أوضحت العديد من شركات الاستثمار هدفها فـــى الاستثمار فى السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهـــدف شـــركات أخرى إلى شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءا على طلبـــاتهم ، وتوجد شركات استثمار أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقتصر نشاطها على ذلك فقط حيـــث يتحقـــق للمستثمر فى أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر فى أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم.

أوجه الشبه والاختلاف بين شركات الاســـتثمار والمؤسســـات الماليـــة الأخرى :

على الرغم من اختلاف أهداف شركات الاستثمار إلا أنها تشـــترك مع مؤسسات الوساطة المالية الأخرى فى مجموعة من الخصائص فهـــى على سبيل المثال تقدم خدمات متنوعة لعامة الجمهور مثل السيطرة على المخاطر وتنويع تواريخ الاستحقاق ٠

وتقوم شركات الاستثمار بالسيطرة على المخاطر وتنويع تـــواريخ الاستحقاق وتقوم شركات الاستثمار بالسيطرة على المخاطر عن طريـــق

إدارة محافظ للأوراق المالية بواسطة محللين مهرة ومديرى محافظ حيث يصبح للمستثمر القدرة على تكوين محفظة متنوعة بشكل جديد وذلك بالدخول فى شركات الاستثمار بدلا من الاستثمار المباشر فى الأوراق المالية ·

فمن خلال شركات الاستثمار يستطيع المستثمر خصوصا المستثمر الصغير توجيه أمواله إلى أنواع من الأسهم تناسب احتياجاته·عما لو قام بهذه العملية بنفسه وبشكل مباشر يضاف إلى ذلك أن قيام المستثمر بالاستثمار مباشرة فى أوراق وأصول مالية ومحاولة تكوين محفظة بنفسه سوف يتحمل فى سبيل ذلك تكاليف مرتفعة نظرا لصغر حصة ما يستثمره وبالتالى لا يستفيد من مزايا الاستثمار ·

أنواع شركات الاستثمار :

يمكن تصنيف شركات الاستثمار إلى نوعين[1]:

أ) شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة :

وهى عبارة عن شركات مشتركة يتم من خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها بأى كمية وفى أى وقت يرغبه حامل الأسهم بالإضافة إلى ذلك تقدم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة حصص من الأسهم بأى كمية للمستثمرين المرتقبين فى أى وقت يشاءون ويتحدد سعر الأسهم فى شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بقيمة الأصل الصافى وهو يساوى القيمة السوقية للأصول المكونة لمحفظة الشركة

(1) Peter, bernstein.{selection and active portofolio managament inststutional investor.

مطروحا منها الالتزامات المختلفة ومقسومة على عدد الأسهم المصدرة للصندوق .

ب) شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة :

في هذه الشركات يوجد عدد ثابت من الأسهم يتم التعامل عليه بيعا أو شراء في الأسواق المفتوحة ومن خلال العرض والطلب على أسهم الشركة والتي تمثل المحدد الرئيسي لسعر السهم ومن الملاحظ أنه لا يوجد ارتباط قوي بين القيمة الصافية للأصل والسعر السوقي لسهم الشركة في شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة ، فمعظم هذه الشركات التي تستثمر في أسهم عادية أو ممتازة عادة ما تبيع حصتها بعد خصمها من القيمة الصافية للأصول وقد تتعدى نسبة الخصم في معظم الأحوال ٣٠% وهي نسبة تشجع المستثمرين على الاستثمار في الشركات ذات النهاية المغلقة نظرا لامكانية تحقيق عوائد مرتفعة .

حيث يشتري المستثمر الأصول بقيمة معينة غير أنه يدفع أقل من تلك القيمة والسبب في وجود هذا الخصم في تلك الشركات مقارنة بالشركات ذات النهاية المفتوحة هو أنه في الشركات المغلقة لا يوجد سمسار واحد يبيع أسهم تلك الشركات .

الخدمات المالية والمصرفية التي تقدمها شركات الاستثمار:

شركات الاستثمار كما سبق أن ذكرنا تعمل أساسا في مجال المتاجرة في الأوراق المالية وبالتالي فهي تقوم باستقطاب جزء كبير من المدخرات يمثل قيم الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى المشتراة من قبل الأفراد والمؤسسات والتي تقوم هذه الشركات بتسويقها لهم وكلما

كانت شركات الاستثمار أكثر نشاطا فى المتاجرة فى الأوراق المالية كلما أرتفع العائد من الأوراق المالية التى تكونها لصالح المستثمرين وبالتالى تشجيع الأفراد على شراء المزيد وهذا يعنى المزيد من المدخرات •

وعلى الجانب الآخر تقوم هذه الشركات باستخدام مواردها المالية فى إنشاء وتمويل مشروعات جديدة وبهذا فهى تعتبر قناة من قنوات تعبئة المدخرات وأيضا أداة من أدوات تمويل الاستثمار •

٣) هيئات التأمين الاجتماعى :

يعتبر قطاع التأمين الاجتماعى من أهم القطاعات التى تساهم فى دعم الاقتصاد القومى فهى من المصادر الأساسية لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك لأن الأرصدة التى لديها يتم استثمارها فى المؤسسات المالية •

وتتكون هيئات التأمين الاجتماعى من[١]

- الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية
- الهيئة العامة للتأمينات والمعاشات

وسوف نتناول كل منهما بالتفصيل فيما يلى :

أ) الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية :

نص القانون على أن تنشأ هيئة عامة للتأمينات يكون لها الشخصية الاعتبارية وتتبع وزير الخزانة ويكون غرضها المساهمة فى توسيع قاعدة التكافل الاجتماعى بين المواطنين ولها فى سبيل ذلك :

(١) تقارير الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية

- أن تقرر نظام المعاشات والتأمين وعلى الأخص التعاونى وذلك لغير المنتفعين بنظم المعاشات والتأمينات .
- منح قروض للمواطنين .
- قبول الودائع وعلى الأخص الودائع الادخارية وتنظيم استثمارها .
- استثمار أموال الهيئة فى المشروعات العامة والمشروعات الخاصة
- منح إعانات ومساعدات للمستحقين لها من المواطنين.

ويكون ذلك وفقا للشروط والأوضاع التى تحددها اللائحة التنفيذية ، كما ينص القانون على أنه لا يجوز للهيئة أن تتعامل مع الغير بنظام فائدة أخذا أو عطاءا .

وينص القانون على أن يتكون رأس مال الهيئة من[1] :

- المبالغ التى تخصص بقرار من رئيس الجمهورية من موارد خارج موازنة الدولة لهذا الغرض .
- الأموال التى تخصص لهذا الغرض فى موازنات الهيئات العامة والدولة والمؤسسات العامة والوحدات الاقتصادية .

أما عن موارد الهيئة فقد حددها القانون فيما يلى[2] :

(أ) اشتراكات المنتفعين بأحكام نظم التأمين والمعاشات التى يتم تقريرها طبقا لاحكام اللائحة التنفيذية .

(ب) ما تخصصه الدولة لها سنويا من اعتمادات الموازنة العامة للدولة .

---

(١) تقارير الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية

(٢) مصطفى رشدى شيحة – اقتصاديات النقود والمصارف والمال – مرجع سابق صـ ٦٥٤

(ج) الاعتمادات المدرجة فى ميزانية الجهات العامة التى تباشر نشاطاً مماثلاً ويتقرر نقلها إلى ميزانية الهيئة .

(د) المبالغ التى تخصصها وزارة الأوقاف للهيئة من إيرادات الأوقاف الخيرية لاستخدامها للقروض والمساعدات .

(هـ) الموارد الأخرى الناتجة عن نشاط الهيئة والأعمال والخدمات التى تؤديها للغير والعمولات التى تحددها اللائحة التنفيذية .

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية :

بالرغم من أن دور الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية هو دور اجتماعى من الدرجة الأولى إلا أن لها دوراً فى مجال الادخار والاستثمار .

ففى مجال الادخار تمثل اشتراكات المنتفعين من نظم التأمين جزءاً من المدخرات التى تقوم هذه الهيئة بتعبئتها .

وفى مجال الاستثمار تقوم الهيئة بالمساهمة فى مجالات الاستثمارات المختلفة .

وفيما يلى نستعرض نموذج لتوزيع الاستثمارات المالية حسب أوجه الاستثمار المختلفة للهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية :

جدول رقم (٨) توزيع الاستثمارات المالية حسب أوجه الاستثمار للهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية[١]

القيمة بالمليون جنيه

البيـــــان	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢
المبالغ المحولة لبنك الاستثمار القومى وفوائدها	١٤٣٢٠ر١	١٦٤٠٥ر٥	١٨٥١٦ر٧
صكوك طرف بنك الاستثمار القومـــــي	-	-	-
استثمارات فى أوراق مالية ومشروعات استثمارية	١٢ر١	١٤ر٦	١٥ر٦
استثمارات فى صكوك حكومية " طرف الخزانة العامة	١١٦٠ر٩	١٣٨٧ر٨	١٣٨٥ر٣
سندات حكومية " أذون على الخزانة + سندات التنمية بالدولار "	١٧ر٦	١٨ر١	٤٩
القيمة الحالية لأقساط الاستبدال والمدة السابقة	٤٤ر١	٤٨ر٢	٤٦ر٤
ودائع لأجل بالبنوك " محلية وأجنبيـــــة "	٣١٦ر٢	٥٦٩ر٩	٦٨٠ر٤
الإجمالـــــــي	١٥٨٧١	١٨٤٤٤ر١	٢٠٦٩٣ر٤

يتضح من الجدول السابق أن المبالغ المحولة لبنك الاستثمار القومى يـــتم تحويلها من فائض أموال صناديق التأمين الاجتماعى للبنك بنـــاءا علـــى نص المادة الخامسة من القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٨٠ الخاص بإنشـــاء بنك الاستثمار القومـــــى ٠

أما عن الودائع بالبنوك فالزيادة فى تلك الودائع ترجع إلــــى :

١) ارتفاع حصيلة الاشتراكات المسددة بالعملة المحلية والأجنبية ٠

٢) تزايد الاتجاه نحو استثمار جزء من الاحتياطيات المتولدة وعلـــى الأخص المحصلة بالعملات الأجنبية فى صورة ودائع لآجل لـــدى البنوك ٠

---

(١) التقرير السنوى لوزارة التأمينات ٠

٣) زيادة أسعار الصرف بالسوق المصرفية الحرة فى ســنة ٩١، ٩٢ والتى على أساسها يتم تقييم أرصدة النقد الأجنبــى ٠

ب)الهيئة العامة للتأمينات والمعاشــات :

تمثل الهيئة العامة للتأمينات والمعاشات الهيئة الثانية من هيئات التأمين الاجتماعى ، وتهدف هذه الهيئة إلى شمول كافة المواطنين بالداخل والخارج سواء بطريق مباشر أو غير مباشر بالحماية التأمينية لهم ولأسرهم كذلك تساهم فى تمويل خطة التنمية الاقتصادية دعما للاقتصاد القومى ٠

ويتمثل المال الاحتياطى فى المبالغ الواجب احتجازها ســنويا مــن فائض النشاط الجارى لمواجهة التزامات الهيئة قبل المجتمــع التــأمينى متمثلا فى أصحاب المعاشات والمستحقين عنهم ويتم استثمار أغلب هذه الاحتياطات بمعرفة بنك الاستثمار القومى بهدف تحقيق العائد الذى يسهم مع حصيلة الاشتراكات فى تغطية المصروفات والخدمات التأمينية ٠

ويستوجب قانون التأمين الاجتماعى إجراء فحــص دورى للمركــز المالى للهيئة للتحقق من كفاية المال الاحتياطى لمقابلة الالتزامات وفــى حالة وجود عجز تلزم الخزانة العامــــة بأدائه وفقا لأحكام القــانون أى أن موارد هذه الهيئة تتمثل فى الاشتراكات المحصلة من المنتفعين بنظام التأمين والمعاشات بالإضافة إلى ما تحصل عليه الهيئة من موارد ماليـــة من ميزانية الدولة مخصصة لهذا الغرض وهذه الموارد يتم اســتخدامها فى تمويل استثمارات مختلفة عن طريق بنك الاستثمار القومــى ٠

الخدمات المالية والمصرفية التى تقـدمها الهيئـة العامـة للتأمينـات والمعاشـــات :

لا شك أن دور الهيئة العامة للتأمينات والمعاشات دور اجتمـاعى من الدرجة الأولى ، ولكنها فى الحقيقة تمارس دورا آخر فـى مجـالى الادخار والاستثمار ٠

بالنسبة لجانب الادخار تحصل الهيئة من المدخرات يتمثـل فـى أقساط المنتفعين بالخدمة بالإضافة إلى موارد أخرى وبالنسـبة لجانـب الاستثمار تقوم الهيئة باستثمار مواردها فى مجالات اسـتثمارية مختلفـة يوضحها الجدول التالـى :

جدول رقم (٩) الاستثمارات المالية للهيئة القومية للتأمينات والمعاشات[١]

القيمة بالمليون جنيـــه

البيـــان	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢
المبالغ المحولة لبنك الاستثمار القومي وفوائدها	٣ر١٠١٤٠	٧ر١١٩٧٤	١٤٥٩٥
صكوك طرف بنك الاستثمـار القومـي	٧٦٣	٧٦٣	٧٦٣
استثمارات فى أوراق مالية ومشروعات استثمـارية	٤ر١٠	٧ر١١	٩ر١٢
استثمارات فى صكوك حكومية " طرف الخزانـة العامة "	٢ر١٤٢٩	٤ر١٦٥٥	٥ر١٦٥٤
سندات حكومية (أذون على الخزانة + سندات التنمية بالدولار)	-	-	-
القيمة الحالية لأقساط الاستبدال والمدة السابقة	٣ر١٢٣	٢ر١٧٥	٧ر١٦٨
ودائع لآجل بالبنوك " محلية وأجنبيـة "	٢ر١٤٢	٣ر١٨٤	٢ر٢٨٧
الإجمالي	٤ر١٢٦٠٨	٣ر١٤٧٦٤	٦ر١٧٤٨٤

ريع الاستثمارات لهيئتى التأمين الاجتماعى :

(١) التقرير السنوى لوزارة التأمينات ٠

كما سبق أن أوضحنا أن هيئتى التأمين الاجتماعى " الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية والهيئة العامة للتأمينات والمعاشات " تقوم باستثمار مواردها المالية من خلال بنك الاستثمار القومى وبعض الأوعية الاستثمارية الأخرى وقد حققت هذه الاستثمارات المالية عائدا وفيما يلى سوف نستعرض نموذجاً يبين ريع الاستثمار المحقق فى أعوام ٩٠ ، ٩١، ٩٢ حسب أوجه الاستثمارات المختلفة •

جدول رقم (١٠) ريع الاستثمارات التى حققتها هيئتى التأمين الاجتماعى حسب أوجه الاستثمارات المختلفة[١]

القيمة بالمليون جنيه

	الهيئة العامة للتأمينات والمعاشات			الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية			الإجمالى		
السنة / البيان	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢
أرباح أوراق مالية	١ر١	١ر١	٥ر٤	١ر١	١ر٢	١ر٣	٢ر٢	٣ر٢	٨ر٥
عائد السندات والقروض	٧٤ر٥	٧٤ر٦	٧٤ر٦	٥٢ر٤	٦٣ر١	٧٤ر٨	١٢٦ر٩	١٣٧ر٧	١٤٩ر٤
أموال وصكوك طرف بنك الاستثمار القومى	٧٢٤ر٣	٧٥٧ر٧	٩٦٤ر٦	٨٦٧ر٧	١١٤٠ر٤	١١٤٤ر٤	١٥٩٢	١٨٩٨ر١	٢١٠٩
الودائع	١٤ر٣	١٥ر٧	٢٢ر٤	٥٩ر٣	٧٤ر٦	٨٥ر٦	٧٣ر٦	٩٠ر٣	١٠٨
القروض	١ر٦	٦ر٢	٦ر٧	-	-	-	١ر٦	٦ر٢	٦ر٧
الإجمالى	٨٢٠ر٣	٨٥٥ر٣	١٠٧٢ر٨	٩٨٠ر٥	١٢٧٩ر٣	١٣٠٦ر١	١٨٠٠رر٨	٢١٣٤ر٦	٢٣٧٨ر٩

---

(١) التقرير السنوى لوزارة التأمينات •

يعكس الجدول السابق تزايد ريع الاستثمارات المحققة بصورة ملموسة سنة بعد أخرى بالنسبة لهيئتى التأمين الاجتماعى ويرجع السبب فى ذلك إلى :

أ- زيادة الأموال المحولة إلى بنك الاستثمار القومى[1].

ب- زيادة الاستثمارات فى أذون الخزانة العامة .

جـ- زيادة قيمة الودائع .

٢)صناديق التأمين الخاصة :

وتسمى أحيانا صناديق التأمين والادخار ، وهى تشبه هيئة التأمين الاجتماعى من حيث الدور الذى تلعبه إلا أنها تكون على مستوى الشركة أو القطاع ولا تقرض أموالها للحكومة أو بنك الاستثمار القومى وإنما تديرها لصالح المنتفعين[2]

وقد وصل عدد هذه الصناديق سنة ٢٠٠٠ إلى ٥٧٧ صندوقا وتبلغ جملة استثماراتها ٦٢٤٧ مليون جنيه موزعة كالتالى[3] :

١٢٤ مليوناً فى الأراضى والعقارات .

٤٠٠٠ مليون ودائع ثابتة بالبنوك

٦٦ مليون استثمارات أخرى

---

(١) تعتمد الدولة بدرجة كبيرة على أموال هيئات التأمين الاجتماعى المحولة إلى بنك الاستثمار القومى وذلك فى تمويل استثمارات الخطة ولهذا السبب فاننا نجد أن رصيد هيئات التامين الاجتماعى لدى بنك الاستثمار القومى يزيد سنة بعد أخرى فبعد أن كان ٤ر١ مليار جنيه سنة ١٩٩٠ أصبح ٧ر٤٧ مليار جنيه بسنة ١٩٩٤

(٢) محمد سامح عبد الهادى – دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمارات – رسالة ماجستير – مرجع سابق .

(٣) التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى سنة ٩٩- ٢٠٠٠

الخدمات المالية والمصرفية التى تقدمها صناديق التأمين الخاصة :

يوضح الجدول رقم (٢٣) من الباب الثانى من هذه الدراسة التوظيفات الاستثمارية التى قامت بها صناديق التأمين الخاصة خلال الفترة من ٩٠ – ٩٩ وكذلك يوضح الجدول (٢٤) من نفس الباب مساهمة تلك الصناديق فى إجمالى التمويل اللازم لتنفيذ الاستثمارات ٠

وقد إتضح من هذه البيانات أن صناديق التأمين الخاصة تلعب دورا هاما بالنسبة لجانبى الادخار والاستثمار فهى تعتبر قناة من قنوات تعبئة المدخرات من خلال ما تحصله من أقساط المنتفعين كما أنها تمثل أيضا قناة من قنوات تمويل الاستثمارات لأنه بحساب نسبة مساهمة هذه القناة بالنسبة لإجمالى الاستثمارات اللازمة وجد أنها تمول ٥ر١% فى المتوسط من الاستثمارات المدرجة فى الخطة عن الفترة من ١٩٩٠–١٩٩٩ ٠

الباب الثاني

الباب الثاني

الفصل الاول : صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هى إحدى المؤسسات المالية الجديدة والتى استحدثه القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بهدف تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية المصرى وذلك فى إطار برنامج الإصلاح الاقتصادى الذى تبنته مصر وسوف نتعرف على تلك الصناديق بالتفصيل من خلال: { تعريفها – أهميتها – نشاطها – أهدافها – أنواعها – وظائفها – الكيفية التى تدار بها – مزاياها وعيوبها – طرق تقييم أدائها }

مع استعراض بعض صناديق ألاستثمار العالمية كنماذج ناجحة وأخيرا نتعرف على دورها فى تعبئة المدخرات وذلك فيما يلى :

أولا : تعريفها:

نظرا لأهمية موضوع صناديق الاستثمار فى الفترة الأخيرة، فقد تناوله العديد من الكتاب والمهتمين بشئون الأسواق المالية وبذلك وردت تعاريف كثيرة لصناديق الاستثمار نذكر منها :

التعريف الأول[١]:

" صندوق الاستثمار هو وعاء استثمارى يهدف إلى استثمار أموال المستثمرين فى الأوراق المالية نيابة عنهم وتحقيق افضل عائد ممكن وتخفيض عنصر المخاطرة "

---

(١) عدلى سلامة اندراوس – سوق المال فى مصر – مرجع سابق صـ ٢٦ .

التعريف الثانى[1]:

" صناديق الاستثمار وسطاء ماليين من الدرجة الثانية تهدف إلـــى تجميع الادخارات الفردية وإعادة استثمارها فى الأوراق المالية بما لهـــا من خبرة ومعرفة ذات مصلحة مباشرة فى المشاركة فى التوظيف وهى تجمع الادخارات وتصدر فى مقابلها وثائق استثمارية ثم تعيد توظيفها فى الأوراق المالية سواء فى السوق الأولية أو فى البورصات عن طريـــق السماسرة وتستفيد من الأرباح المحققة "٠

التعريف الثالث[2]:

" صناديق الاستثمار هى جهات تتلقى الأموال من المستثمرين عن إصدار وثائق الاستثمار وتهدف إلى استثمار هذه الأموال فـــى تكـــوين محفظة من الأوراق المالية ولكل مستثمر نسبة فى كل وجه مـــن اوجـــه استثمارات المحفظة تعادل نسبه عدد الوثائق التى يمتلكها إلـــى إجمـــالى عدد الوثائق المصدرة ٠ ويعهد الصندوق بإدارة نشاطه كله إلـــى جهـــة ذات خبرة فى إدارة صناديق الاستثمار ويطلق عليها مدير الاستثمار "٠

التعريف الرابع[3]:

" صناديق الاستثمار كيانات مالية تقوم علـــى تجميـــع مـــدخرات الراغبين فى الاستثمار فى الأوراق المالية فى وعاء واحد توجـــه نحـــو شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، فهى شركات تتلقى الأمـــوال مـــن

---

(١) عاطف محمد النقلى – صناديق الاستثمار بين الواقع والتجربة المصرية – مجلة الحقوق للبحوث العدد الأول سنة ١٩٩٥ صـــ ٦١ ٠

(٢) حسن إسماعيل – الأهرام الاقتصادى عدد ١٤٦٧ تاريخ ١٩٩٧/٢/١٧٠

(٣) عطية فياض – سوق الأوراق المالية فى ميزان الفقه الإسلامى – سنة ١٩٩٨صـــ ١٠٢ ٠

مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها فى تشكيلات من الأوراق المالية التى تناسب كل فئة ".

وهناك تعاريف أخرى لصناديق الاستثمار، ولكن مهما تعددت هذه التعاريف فهى جميعا تهدف إلى معنى واحد وهو :

" أن صناديق الاستثمار جهات تتلقى الأمـوال مـن المسـتثمرين وتصدر مقابلها وثائق تسمى وثائق الاستثمار[1] ثم تقوم باسـتثمار هـذه الأموال فى محفظة متنوعة من الأوراق المالية[2]. وهى لا تقوم بهـذا العمل بنفسها بل تعهد بإدارته إلى جهة مختصة ذات خبـرة فـى إدارة محافظ الأوراق المالية "

وصناديق الاستثمار بهذا المفهوم تخدم نوعين من المستثمرين :

النـــوع الأول :

هم المستثمرون اللذين يصعب عليهم إدارة أموالهم بمفردهم والقيام باستثمار متنوع مبنى على تحليـل اتجاهـات السـوق والتنبـوء بالأسعار المستقبلية لتحقيق ربح ولذلك تتجه هـذه النوعيـة مـن المستثمرين إلى شراء وحدات فى صناديق الاستثمار .

---

(١) يصدر الصندوق وثائق استثمار اسمية متساوية القيمة لا تقل عن عشرة جنيهات وتزيد عن الف جنيه على ان يتم الاكتتاب فى هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها لتلقى الاكتتابات من وزيـر الاقتصاد .

(٢) حدد القانون نسبه ما يقوم به الصندوق باستثماره فى شراء الأوراق المالية بالا تزيد عـن ١٠% فى شركة واحدة من أمواله وبما لا يتجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة وذلك لضمان عدم سيطرة الصندوق على الشركات وآلا تزيد نسبه ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار الأخرى علـى ١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه حتى لا يسيطر صـندوق على صندوق آخر .

النـــوع الثانى :

هم أصحاب المدخرات الصغيرة اللذين لا يملكون قدر كافى مــن المال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة لذلك يتم تجميع مــدخراتهم فى صناديق الاستثمار وتوجيهها نحو استثمارات مناسبة تساير إلى حد كبير حركة السوق صعودا وهبوطا لتحقيق أهداف المستثمرين فى الحصول على ربح .

وفى نفس الوقت فهى تربط المدخرات القومية بأسواق رأس المال عن طريق تجميعها واستثمارها بصفة أساسية فى الأوراق المالية

ثانيا : نشأة صناديق الاستثمار :

تعتبر صناديق المعاشات أول صورة من صور الإدارة الجماعية للمدخرات وقد انتشرت فى أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بهــدف تمكين المتقاعدين وأصحاب المعاشات من مقابلة التزاماتهم النقدية عنــد بلوغهم سن التقاعد أو المعاش ويتم ذلك باقتطاع جزء من أجور العاملين فى جهة عمل ما وتوظيفها فى تكوين محفظة أوراق مالية يتم تــدويرها فى البورصة على أن تتولى جهة العمل المنشأ بها الصــندوق مســئولية الإشراف عليها وقد شجعت نجاح هذه الصناديق فــى تحقيــق عوائــد مرتفعة، وقام خبراء الأوراق المالية بتقديم هذه الخدمة لصغار المدخرين فى شكل برامج استثمار جماعية أو صناديق استثمار[(١)].

أما عن ظهور هذه الصناديق بالمعنى المعروف لها فكانت بدايتها فى إنجلترا سنة ١٨٧٠ حيث أنشأت صناديق مغلقة " ولم يحدث تطــوير

---

(١) فريد إبراهيم – احدث الخدمات المالية التى تقدمها المصارف التقليدية – بحث تقدم لندوة صــناديق الاستثمار – الإسكندرية سنة ١٩٩٤ صــ ٥

فى تلك الصناديق إلا سنة ١٩٦٦ " ثم تلتهـا أمريكـا سـنة ١٩٢٤م[1] وكانت على شكل نوادى استثمار استهدفت تشجيع المدخرين اللذين تجمع بينهم صفة مشتركة على الاستثمار الجماعى فى الأوراق المالية وذلـك عن طريق اقتطاع جزء من دخولهم بصفة دورية توجه إلى شراء أوراق مالية وتكون ملكية المحفظة ملكية جماعية لأعضائها لكل علـى حسـب نسبة مشاركته وقد تطورت أشكال هذه النوادى إلى أن انتهت إلى الشكل السائد لصناديق الاستثمار.

وفى سنة ١٩٢٩ ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة التى تقـوم بإصدار حصص جديدة بطريقة مستمرة واسترداد الأنصبة القديمـة دون المرور بالبورصة وقد حققت تلك الصناديق نجاحاً ملموساً .

وفى سنة ١٩٣٣ تم تقنين عمل صناديق الاستثمار فى الولايـات المتحدة الأمريكية من خلال صدور العديد من التشريعات ثم تلتها فرنسا وقد بدأت نشاط صناديق الاستثمار سنة ١٩٤٥ وهى تحتل الآن مركـز متقدم بين دول العالم فى هذا المجال، ثم ألمانيا حيث ظهـرت صـناديق الاستثمار سنة ١٩٥٠ وسرعان ما انتشرت فى باقى الـدول الأوروبيـة واليابان وأصبح لها قانون يحكم عملها. أما فى مصر فقد استحدثت هذه الصناديق بموجب القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ وبدء أول صدوق اسـتثمار وهو صندوق البنك الأهلى الأول فى مزاولة نشاطه اعتبارا من ٩٤/٩/١ وتلى ذلك ظهور العديد من الصناديق حيث بلغ عددهم منذ بـدء تنفيـذ اللائحة التنفيذية للقانون فى ٩٨/٤/٨ وحتى نهاية يونيه سـنة ٢٠٠٠ {٢١} صندوقاً، وقد صدر القرار الوزارى رقم ٩٣٥ لسنة ٩٦ بإضـافته

(١) منى قاسم – صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين سنة ١٩٩٥ صـ ٤٦

نشاط صناديق الاستثمار المباشر إلى مجالات أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة ٢٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ .

ثالثا : أهمية صناديق الاستثمار وأهدافها :

- **أهمية صناديق الاستثمار :**

تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا بالنسبة للمدخر الفردى وكذا بالنسبة للاقتصاد القومى فعلى مستوى الفرد يمكن القول بأنه على الرغم من أن المدخر يستطيع أن يستثمر أمواله استثمارا مباشرا عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية فى سوق الأوراق المالية إلا أن قيامه باستثمار هذه الأموال عن طريق صناديق الاستثمار يتيح له تخفيض درجة المخاطر التى قد يتعرض لها من إتاحة الفرصة له للمشاركة فى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن زيادة القيمة السوقية للوثيقة والاستفادة من قوة المركز التفاوضى للصندوق وخبراته المتخصصة فى زيادة العائد بالإضافة إلى إمكانية تسييل وثيقة الاستثمار عند الحاجة فضلا عن توفير المرونة الكافية واختيار الصندوق الملائم للأهداف وحصوله على عائد دورى فى بعض الصناديق وسهولة دخوله أو خروجه من الصندوق . هذا على المستوى الفردى، أما على المستوى القومى فإن صناديق الاستثمار تعتبر أحد أدوات التمويل الداخلى للاقتصاد القومى ولذا فإن الدول تسعى إلى تدعيم وتنشيط هذه الصناديق بغرض المحافظة على المدخرات الوطنية من خلال توفير قنوات استثمار مأمونه والمساهمة فى جذب رأس المال المكتنز وتحويلة إلى استثمارات فعالة تسهم فى زيادة معدلات النمو الاقتصادى ومساعدة الدول فى تحقيق أهداف برامج

الإصلاح الاقتصادى وكذا المساعدة فى توطين المدخرات المحلية مع العمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية ومساهمتها فى تحقيق التنمية الاقتصادية بالإضافة إلى توفير التمويل الداخلى اللازم لإقامة المشروعات[١].

• **أهداف صناديق الاستثمار :**

يمكن تحديد الأهداف الرئيسية لصناديق الاستثمار فيما يلى[٢] :

١-تدوير { بيع وشراء الأسهم } محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك .

٢-تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال استثمار غير بنكى يؤدى إلى زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وبالتالى المحافظة على المدخرات الوطنية وعدم تسربها وذلك لان صناديق الاستثمار تعتبر أداة هامة تستوعب مدخرات الأفراد وتحقق لهم عائد أكبر مما تحققه الأدوات البنكية مثل الأوعية الادخارية أو الشهادات البنكية أما صناديق الاستثمار فتعطى خيارات ادخارية للأفراد.

٣- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع الصندوق المدخر يحصل على ربح يتمثل فى الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية للسهم بالإضافة إلى العائد على الأسهم المقدر قيمتها فى وثيقة الاستثمار ومن العمولات والأتعاب والتى سيجنيها من خلال دورة فى المراحل المختلفة لأداء الصندوق.

---

(١) عز الدين خوجة – صناديق الاستثمار لدى المصارف الإسلامية – من مطبوعات اتحاد المصارف العربية سنة ١٩٩٥ ص – ١١٨

(2) Mona Kassem { Lower Interest Rates , Amore Active Market} .EL Ahram Weekly . 1993 .

٤- يؤدى إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وذلك لأن قانون رأس المال اقرُ بأن {لا تقل وثيقة الاستثمار عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه }

٥-مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن أسلوب عمل صناديق الاستثمار يهدف إلى تقليل وتوزيع المخاطر من خلال تعدد منافذ الاستثمار فهناك الأسهم والسندات وأذون الخزانة وكل لها درجة مخاطرة معينه ٠

٦-صناديق الاستثمار تعمل على تنشيط بورصة الأوراق المالية .

٧- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر

رابعا : أنواع صناديق الاستثمار :

يوجد عدة أنواع من صناديق الاستثمار تختلف باختلاف المعيار الذى يتم على أساسه تقسيمها نذكر من هذه المعايير ما يلى[١] :

أ- صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال :

تنقسم صناديق الاستثمار من حيث هذا المعيار إلى نوعين[٢]:

١. صناديق استثمار مغلقة :

---

(١) احمد سعيد عبد اللطيف – أنواع صناديق الاستثمار ودور البنوك فى إنشائها – محاضرة ملقاة فى معهد الدراسات المصرفية سنة ١٩٩٧ م٠

(٢) مصطفى على احمد – صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها – بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار فى مصر سنة ١٩٩٧ صـ ١١٥ .

وانظر أيضا :

Frederick Mish kin " The Economics Of Money Banking, and Financial Markets, 1992 . pp.307-311

وهى التى تقتصر على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين لها هدف محدد وعمر محدد أى يحتفظ به لفترة محددة يصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين به وإذا رغب حامل الوثيقة فى بيعها فعليه الاتجاه إلى البورصة، وأهم ما يميز هذه الصناديق الحرية الكاملة لحاملى وثائق الاستثمار فى بيع ما فى حوزتهم إلى بورصة الأوراق المالية ولا يجوز للصندوق أن يرد لهم قيمة وثائقهم قبل انقضاء المدة المحددة الا إذا نصت نشرة الاكتتاب على ذلك .

وبهذا فإن صناديق الاستثمار المغلقة لا توجد علاقة بين الشركة المالكة للصندوق وبين المدخر بعد أن يشترى منها الوثيقة إذا أراد بيعها ولكن على حائز الوثيقة أن يتوجه إلى شركة سمسرة تقوم ببيع الوثيقة له فى البورصة.

٢. صناديق استثمار مفتوحة :

تتميز بدخول وخروج المستثمرين وأنها تقدم عروضا مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها، كما أن عدد الأسهم التى تحتويها غير ثابت وغير محدد وإنما يتقلب نتيجة عمليات البيع والشراء والاستبدال وهى مستعدة لرد قيمة الوثيقة نقدا عند الطلب .

ب – صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة :

تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لهذا المعيار إلى عشرة أنواع :

١. صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت :

وهى صناديق متوسطة وطويلة الأجل وتهدف إلى تحقيق عائد على وثيقة الاستثمار أعلى من العائد المحقق على وديعة بنكية بنفس الأجل وبالتالى فإن الهدف هنا هو دخل ثابت أو محدد بصرف النظر عن نمو رأس المال وتقتصر استثماراتها على السندات وأدوات المديونية الأخرى وتتأثر بتغير سعر الفائدة فإذا انخفضت ارتفع قيمة السند والعكس صحيح، وتعتبر صناديق الدخل الثابت أحد أنواع صناديق الاستثمار فى السندات ٠

٢. صناديق استثمار الدخل (ذات المخاطر) :

تهدف تلك الصناديق إلى الحصول على عائد مرتفع عن العائد الممكن الحصول عليه من الاستثمار فى السندات أو أدوات مديونية أو الودائع البنكية وعادة ما يتجه تشكيل محفظة الأوراق المالية لهذه الصناديق من الأسهم التى تعتمد عليها بصفة أساسية رغم ما تحمله الأسهم فى طياتها من مخاطر مرتفعة ويعتمد نجاح مثل هذه الصناديق فى المقام الأول على مدى كفاءة مدير الاستثمار ودراسة اتجاهات أسعار الأسهم ودراسة وتحليل المراكز المالية للشركات

٣. صناديق استثمار النمو فى رأس المال :

عادة ما يعتمد هذا النوع من صناديق الاستثمار على الاستثمار فى اسهم شركات صغيرة ناجحة من المتوقع لها التوسع فى المستقبل وإمكانية نموها نموا عاليا حيث يتم تدوير الأرباح للحصول على مزيد من المكاسب الرأسمالية وبالتالى فإن هذا النوع من الصناديق

يهدف إلى تحقيق نمو مستقبلى فى رأس المال { قيمة الوثيقة } ولا يهدف إلى تحقيق دخل مرتفع فى الحال ولو أن الاستثمارات التى يقوم بها مثل هذا النوع من الصناديق تكون عالية المخاطر .

٤. صناديق الاستثمار المفتوحة :

يهدف هذا النوع من صناديق الاستثمار إلى توزيع المخاطر مع تحقيق الربحية ومن ثم فإنها تقوم بالاستثمار فى مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والأوراق النقدية وتتفق أهداف صناديق الاستثمار المتنوعة كثيرا مع أهداف الكثير من العملاء اللذين يرغبون فى تحقيق ربحية عالية مع نمو رأسمالى طويل الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة ومعظم صناديق الاستثمار المتنوعة تكون من الصناديق المفتوحة .

٥. صناديق الاستثمار النقدية :

من الأهداف الأساسية لمثل هذا النوع من صناديق الاستثمار هو مراعاة عنصر السيولة وسهولة تسييل أدوات محتوياتها حيث أن أصولها قصيرة الأجل وظهرت تلك الصناديق لأول مرة فى أمريكا سنة ١٩٧٣ وتختلف أهدافها من صندوق لآخر وفقا لنوعية الأوراق التى تحويها ونوعية العائد المرغوب فيه فهناك صناديق استثمار نقدية تهدف إلى تحقيق عائد اعلى بقليل من العوائد المصرفية على الودائع قصيرة الأجل وهذا النوع من الصناديق يستثمر عادة فى أدوات نقدية ذات آجال استحقاق قصيرة الأجل

مثل شهادات الإيداع أو أذون خزانـــة وكافـــة أنـــواع الأوعيـــة الادخارية والشهادات الادخارية البنكية، والنوع الآخر مـــن هـــذه الصناديق يستثمر فى تشكيلة من أدوات سوق النقد بالإضافة إلـــى السندات ذات السعر الثابت أو المتغير وأيضا يهدف إلـــى تحقيـــق عائد اعلى مما يحققه المستثمر على ودائع مصرفية قصيرة الأجل وبالرغم من وجود ميزة سهولة التسييل التـــى تتمتـــع بهـــا هـــذه الصناديق الا أنها تتعرض لخطر تقلبات أسعار الفائدة ٠

٦.صناديق الاستثمار المتخصصة :

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالى مرتفع جـــدا فـــى الأجل القصير وبالتالى فهى ذات عائد مرتفع نظرا لطبيعة تقلـــب الأسعار لوحدات هذه الصناديق وتضم هذه الصـــناديق صـــناديق الاستثمار فى القيم المنقولة وصناديق الاستثمار فى سوق العقارات وصناديق الاستثمار فى السلع والمواد الخام وصناديق الاســـتثمار فى قطاعات الأنشـــطة المختلفـــة مثـــل الصـــناعات الكيماويـــة والصناعات الغذائية ٠

٧.صناديق الاستثمار عبر القارات :

هذه الصناديق تهدف إلى الاستثمار فى الأسواق الاقتصادية الأســـرع نموا فى العالم ومنها صناديق الاستثمار فى الدول النامية التى تحاول توفير فرصة جيدة للمستثمرين ٠

٨. صناديق الاستثمار الإسلامية :

هذا النوع من الصناديق تستثمر فى أدوات مالية شرعية غير ربوية لذلك فهى تضارب فى الأسهم المخصصة فى العقارات، المتاجرة فى المعادن، والصفقات التجارية[١].

٩. صناديق إدارة الضريبة :

هذه الصناديق لا توزع أرباحها على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمارها فى مقابل الحصول على اسهم إضافية بما يعادل قيمتها وبالتالى لا تدفع ضريبة .

١٠. صناديق الاستثمار ذات الأهداف المزدوجة :

هذه الصناديق تلبى رغبات نوعين من المستثمرين أولهما اللذين يرغبون فى الحصول على دخل من استثماراتهم وثانيهما اللذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد .

ج – صناديق الاستثمار وفقا لمكونات التشكيلة { المحفظة } :

تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لهذا المعيار إلى أربعة أنواع هى[٢] :

١- صناديق أسهم عادية :

---

(١) سوف نتناول هذا النوع من الصناديق بالتفصيل فى الباب الخامس من هذه الدراسة .

(٢) منير هندى – صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين – سنة ١٩٩٤ صـ ٣٣ .

ولا تتعامل هذه الصناديق إلا بالأسهم فقط وهذا النوع يحمل فى طياته مخاطر عديدة ٠

٢- صناديق سندات :

لا تتعامل هذه الصناديق إلا بالسندات فقط وهذا النوع من التعامل يتعرض لدرجة عالية من المخاطرة ٠

٣- صناديق متوازنة :

تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت ومحدد ٠

٤- صناديق سوق النقد:

تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل ٠

د- صناديق الاستثمار من حيث العائد :

تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لهذا المعيار إلى ثلاثة أنواع هى(١) :

١- صناديق استثمار ذات عائد دورى :

وهى تشبه شهادات استثمار ذات المجموعة (ب) من حيث طريقة توزيع العائد، حيث يتم فيها توزيع الأرباح الصافية على حملة وثائق

(١) عطية عبد الحليم صقر – الإطار القانونى لصناديق الاستثمار – بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار فى مصر – جامعة الأزهر سنة ١٩٩٧ صـ ٢١١.

الاستثمار وعلى فترات دورية وتتضمن نشرة الاكتتاب فـي الوثيقـة طريقة توزيع العائد ·

٢- صناديق استثمار ذات عائد تراكمى :

وهى تشبه شهادات استثمار ذات المجموعة (أ) مـن حيـث طريقـة توزيع العائد، حيث أن كل ربح يتحقق للوثيقة تتم تعليته على قيمتهـا السوقية وعند الاسترداد يتم استرداد الأصل والربح معا ·

٣- صناديق استثمار ذات عائد دورى تراكمى :

وهو نوع مختلط من النوعين السابقين حيث يأخذ بطريقـة التوزيـع الدورى كجزء من العائد وطريقة تعلية باقى العائد على أصل الوثيقة

هـ - صناديق الاستثمار وفقا للجهة المالكة لها :

تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لهذا المعيار إلى ثلاثة أنواع هى :

١- صناديق استثمار منشأة فى شكل شركة مساهمة برأس مـال نقدى للعمل فى مجال الأوراق المالية ·

٢- صناديق استثمار منشأة من خلال البنوك ·

٣- صناديق استثمار منشأة من خلال شركات التأمين ·

ويوجد سبعة معايير للتفرقة بين أنواع هذه الصناديق الثلاثة نذكرها فيما يلي[1]:

---

(١) عطية صقر – الإطار القانوني لصناديق الاستثمار – المرجع السابق صـ ١٩٠.

١- الشكل القانونى الذى يتخذه الصندوق :

بالنسبة للصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين فإنها لا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن الجهة المالكة وبالتالى ليس لها شخصية اعتبارية مستقلة، أما صناديق الاستثمار التى تؤسس فى شكل شركة مساهمة للتعامل فى مجال الأوراق المالية فإنها تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة ٠

٢- جهة وإجراءات الترخيص بمزاولة النشاط :

بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين فإنها يجب عليها قبل أن تتقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال بطلب الترخيص لها بمباشرة نشاط صناديق الاستثمار أن تحصل أولا على موافقة البنك المركزى المصرى أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين بحسب الأحوال أما بالنسبة للصناديق التى تؤسس فى شكل شركة مساهمة فعليها التقدم مباشرة إلى الهيئة العامة لسوق المال لطلب الترخيص ٠

٣- مجلس الإدارة :

ان صناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين ليس لها مجلس إدارة مستقل عن مجلس إدارة البنك أو شركة التأمين المالكة أما بالنسبة لصناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركات مساهمة فلا بد وأن يكون لها مجلس إدارة ٠

٤- الإدارة الفعلية أو التنفيذية :

بالنسبة لصناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين يعهد البنك أو شركة التأمين بإدارة نشاط الصندوق إلى إحدى الجهات ذات الخبرة فى إدارة صناديق الاستثمار ويكون البنك أو شركة التأمين مسئولا عن سوء تلك الإدارة التى تؤدى إلى الإضرار بالصندوق، أما بالنسبة للإدارة الفعلية أو التنفيذية لصناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم فقد عنى المشرع فى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال عناية فائقة بمدير الاستثمار حيث افرد فرعا كاملا من اللائحة يحتوى على تسع مواد من ١٦٣- ١٧١ تصدى فيها المشرع لتنظيم أحكام عمل هذا المدير وذلك نظرا لعدم وجود جهة أخرى مسئولة عن سوء إدارته أى أن مدير الاستثمار فى هذا النوع من الصناديق هو المسئول عن سوء الإدارة .

٥- رأس المال :

يتكون رأس مال صندوق البنك أو شركة التأمين من مبلغ لا يقل عن خمسة ملايين جنيه يخصصه أو يفرزه البنك أو شركة التأمين من الأرصدة المتاحة لديه لصالح الصندوق أما رأس مال صندوق الاستثمار المؤسس فى شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم فقد حددت اللائحة بأن يكون الحد الأقصى للأموال التى يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق استثمار مقابلها بمالا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع .

٦- وثائق الاستثمار :

من المعلوم أن صناديق الاستثمار أيا كانت الجهة المالكة لها تصدر فى مقابل رأسمالها أوراقا مالية فى صورة وثائق استثمار اسمية أو لحاملها إلا أن هناك بعض وجوه الفرق بين وثائق الاستثمار التى تصدرها الصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين والوثائق التى تصدرها الصناديق المنشأة فى شكل شركة مساهمة أو توصية الأسهم وتتمثل أهم هذه الفروق فى :

- كمية الوثائق التى يصدرها الصندوق زيادة عن رأس المال المخصص لنشاطه .
- بيانات وضمانات نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التى يصدرها كل منهما .

بالنسبة لوجه التفرقة الأول وسع المشرع من نطاق حد الأقصى لأموال المستثمرين لدى صناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين بما يعادل عشرين مثلا للمبلغ الذى يخصص لمباشرة ذلك النشاط أى رأس مال تأسيس الصندوق أما بالنسبة لصناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم فإن الأمر يختلف فقد ضيق المشرع من نطاق الحد الأقصى للأموال التى يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق استثمار مقابلها بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع وفيما يتعلق بوجه التفرقة الثانى فإن المشرع نص على ضرورة أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التى تطرحها صناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم للاكتتاب العام على عشرين بيانا بينما أوجب

أن تتضمن نشرة الاكتتاب العام فى وثائق الاستثمار التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين بيانات إضافية عن تلك السابقة .

٧- قيد الوثائق بالبورصة :

بالنسبة لوثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين فإن المادة (١٨٢) من اللائحة قد منعت قيد أو تداول هذه الوثائق فى البورصة. أما بالنسبة لوثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق التى تأخذ شكل شركات مساهمة - باعتبار أن هذه الوثائق تعد أوراقا مالية وباعتبار ان صندوق الاستثمار المصدر لها أحد أنواع شركات الأموال وباعتبار ان من مصلحة جهة إصدار هذه الوثيقة إضفاء الثقة لها فى التعامل عليها فى سوق الأوراق المالية - لذلك تبرز أهمية قيدها فى الجداول الرسمية ببورصة الأوراق المالية وبحيث لا تتداول الا من خلال البورصة وآلا وقع التداول باطل[١].

خامسا : وظائف صناديق الاستثمار :

لقد أناط المشرع فى قانون راس المال ولائحته التنفيذية بصناديق الاستثمار تحقيق وظيفتين رئيستين هما[٢]:

١- تجميع المدخرات.

٢- الاستثمار فى الأوراق المالية .

(١) محمد محمد حسنين - فكرة صناديق الاستثمار - ضمن محاضرات معهد الدراسات المصرفية - الإدارة العامة للتنظيم والإدارة بالتعاون مع البنك المركزى المصرى سنة ١٩٩٧ م.

(2) J.Williom Bowen, Stralegies For Harnessing The Mutual Funds Boom , The Bankevs Magazine , March/April 1994 .

١- تجميع المدخرات :

وذلك لأن صناديق الاستثمار تعتبر أحد أوعية الادخار ولكنها تختلف فى طبيعتها عن أوعية الادخار الأخرى من حيث أن الصندوق يصدر فى مقابلها أوراقا مالية فى صورة وثائق استثمار يشارك حاملوها فى نتائج استثمارات الصندوق وهى وثائق اسمية بقيمة واحدة ويمتنع على الصندوق إصدار وثائق استثمار لحاملها إلا وفقا للشروط والأوضاع التى يحددها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وبشرط ألا يزيد عدد الوثائق لحاملها على ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة وتخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق ويكون لحاملها حق الاشتراك فى الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبه ما يملكه وفقا للشروط والأوضاع التى تحددها نشرة الاكتتاب ويجب أن تستوفى هذه الوثائق شرط التوقيع عليها من عضوين من أعضاء مجلس إدارة الصندوق يعينهما المجلس والمدير المسئول وبحيث تكون للوثائق كوبونات ذات أرقام مسلسلة مشتملة على رقم الوثيقة[١].

٢- الاستثمار فى الأوراق المالية :

الوظيفة الثانية لصناديق الاستثمار هى توجيه ما تجمع لدى الصندوق من مدخرات المواطنين نحو الاستثمار فى مجال الأوراق المالية { الأسهم والسندات} وهو ما يجعل هذه الصناديق أداة لتنشيط

(١) وذلك طبقا للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ واللائحة التنفيذية المادتين ٣٦، ١٤٦ ولمزيد من التفاصيل انظر : عطية عبد الحليم صقر – الإطار القانونى لصناديق الاستثمار – مرجع سابق – ص ١٨٨ .

سوق المال وتأسيس شركات الأموال وحفز الاستثمار، ويختلف أداء الصندوق لهذه الوظيفة عن أداء شركات الاستثمار الخاضعة لأحكام القانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ – والتى سوف يتم تعريفها فى الباب الثالث من هذه الدراسة – من عدة زوايا هى:

الأولى : أن الأصل فى الصندوق أن يكتتب فى الأوراق المالية التى تصدرها شركات الأموال بما فيها الشركات الخاضعة لقانون الاستثمار ٢٣٠ لسنة ٨٩ وذلك تشجيعا منه على قيامها أو توسعها ثم يبيع ما بحوزته من أوراق مالية أو جزء منها عند تحسن المركز المالى لهذه الشركات ليكتتب فى أوراق مالية أخرى وهكذا يكون صندوق الاستثمار أحد المؤسسات المتعاملة فى سوق رأس المال فى سوق الإصدار أو فى سوق التداول، وهذه الوظيفة تختلف عن وظيفة شركات الاستثمار حيث يكون من حقها مباشرة نشاط أو أكثر ضمن مجالات النشاط التى أوردها القانون الخاص بالاستثمار .

الثانية : أن صندوق الاستثمار يعتبر أحد المؤسسات المالية التى ينطوى تحت إطار قانون راس المال ولائحته التنفيذية وهو يخضع لقرارات الهيئة العامة لسوق المال أما شركات الاستثمار فهى تخضع لقانون الاستثمار ولائحته التنفيذية وقرارات الهيئة العامة للاستثمار .

ويقوم صندوق الاستثمار باستثمار ما تجمع لديه من مدخرات فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية ببيعها وشرائها لتكوين محفظة

استثمارية طبقا لسياسة معينة تختلف باختلاف سياسة الصندوق وطبيعة أهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه ومن أهم هذه السياسات ما يلى[1]:

١- السياسات المتحفظة أو الدفاعية :

تتميز هذه السياسات بالتحفظ تجاه المخاطر الاستثمارية ومحور هذه السياسات يقوم على توفير عاملى الآمان والاستقرار ولذا فإن استثمار الأموال يكون غالبا فى سندات طويلة الآجل أو أسهم ممتازة بما يضمن دخلا ثابتا ومنتظما فى المدى الطويل .

٢- السياسات الهجومية :

تركز هذه السياسات على تحقيق أرباح نتيجة لحدوث تقلبات فى أسعار الأوراق المالية ولذا تتكون غالبية المحفظة من أسهم عادية خصوصا فى فترات الانتعاش الاقتصادى والرواج حيث يتم شراء اسهم عادية بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن وبيعها عندما ترتفع الأسعار مما يحقق أرباحا رأسمالية إلا انه يجب أن نشير إلى أن عنصر المخاطرة كبير فى هذا المجال حيث قد تحدث ظروف مناوئة تمنع تحقيق ذلك.

٣- السياسات المتوازنة :

تقوم هذه السياسات على الجمع بين تحقيق الآمان وفى نفس الوقت تحقيق فرصة جنى أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة

---

(١) محمود سليمان – صناديق الاستثمار – بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار فى مصر – جامعة الأزهر سنة ١٩٩٧ صـ ٨

من فروق الأسعار وتتكون المحفظة عند اتباع هذه السياسة من اسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الآجل ومن أدوات استثمارية طويلة الآجل مثل السندات والأسهم الممتازة فإذا ما ارتفعت الأسعار يمكن بيع الأسهم والأوراق المالية الأخرى قصيرة الآجل لتحقيق أرباح رأسمالية .

٤- سياسة الرجل الحريص :

على مدير صندوق الاستثمار عند تطبيق سياسة الرجل الحريص التعرف على ما قد ينشأ من مشكلات عند التطبيق بهدف تلافيها وعدم التعرض لها وتحمل آثارها ومن أمثلة تلك المشاكل[1] التكلفة العالية والتنوع غير الضرورى وكبر حجم الأموال المستثمرة وعدم الاستفادة من تحليل البيانات الاقتصادية وعدم الاستفادة من البدائل الاستثمارية المتاحة وعلى مدير الصندوق اتخاذ القرارات المناسبة للقضاء على تلك المشكلات لتحقيق السياسة الاستثمارية الناجحة للصندوق ٠

سادسا : الكيفية التى تدار بها صناديق الاستثمار:

كما سبق أن عرفنا أن صناديق الاستثمار تنقسم تبعا للجهة المالكة لها إلى صناديق منشأة فى شكل شركة مساهمة وصناديق منشأة من خلال البنوك وصناديق منشأة من خلال شركات تأمين، وفيما يلى سوف نتعرف على الكيفية التى يدار بها كل نوع من الأنواع السابقة :

---

(1) Wagner, W.and Lau,S : "The Effect of Diversifiction On Risk" Fina ncial Analysis Journal, Dec 1991.

١- إدارة صناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركات مساهمة :

يبرم صندوق الاستثمار من هذا النوع عقد إدارة مع مدير الاستثمار وعلى الصندوق إخطار الهيئة العامة لسوق المال بصورة من العقد وعلى الهيئة إبلاغ الصندوق برأيها من ذلك العقد كما يحتفظ بالأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أموالا فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى المصرى على ألا يكون البنك مالكا أو مساهما فى الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التى تتولى إدارة نشاطه وقد حددت المادة (١٧١) من اللائحة مسئولية استثمار الصندوق حيث نصت على انه يعتبر باطلا كل شرط يعفى مدير الاستثمار من المسئولية أو يخفف منها ويجب على مدير الاستثمار أن يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة نشاطه وان يمسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه بالإضافة إلى الدفاتر والسجلات التى تحددها الهيئة وعليه ان يزود الهيئة بالمستندات والبيانات التى تطلبها.

٢- إدارة صناديق الاستثمار المنشأة من خلال البنوك وشركات التأمين :

يعهد البنك أو شركة التأمين بإدارة نشاط الصندوق إلى إحدى الجهات المتخصصة ذات الخبرة فى إدارة صندوق الاستثمار ويكون البنك أو الشركة مسئولا عن سوء تلك الإدارة التى تؤدى الإضرار بالصندوق، ويتم الاحتفاظ بالأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى البنك المنشأ به الصندوق أو أى من البنوك الخاضعة لإشراف البنك

المركزى وعلى مدير الاستثمار الذى يتولى إدارة نشاط الصندوق أن يقدم إلى الهيئة بيانات كافية عن تلك الأوراق معتمدة من البنك أو شركة التأمين على النموذج الذى تضعه الهيئة ٠

وبما أن صناديق الاستثمار أيا كانت الجهة المالكة لها يشترط عليها القانون أن تعهد بإدارة نشاطها إلى جهة ذات خبرة فى إدارة صناديق الاستثمار يطلق عليها مدير الاستثمار لذلك لابد من إلقاء الضوء عل هذه الجهة والأعمال التى تقوم بها وذلك كما حددها القانون[1].

-- تعريف مدير الاستثمار :

هى إحدى الجهات المتخصصة ذات الخبرة فى إدارة الاستثمار لعقد إدارة يتم بين مدير الاستثمار والصندوق[2] ٠

-- الشروط الواجب توافرها فى مدير الاستثمار :

١- أن يأخذ شكل شركة مساهمة مصرية ويجوز أن تكون جهة أجنبية متخصصة ٠

٢- أن لا يقل رأس المال المدفوع عن مليون جنيه ٠

٣- يجب توافر الخبرة الكافية لإدارة نشاط صناديق الاستثمار فى القائمين على مباشرة نشاط مدير الاستثمار ٠

٤- يشترط فى أعضاء مجلس الإدارة ومدير الاستثمار الممثل للجهة الأجنبية المتخصصة والعاملين فى شركة إدارة

---

١) القانون رقم ٥٩ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ٠

٢) منى قاسم – صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين – سنة ١٩٩٥ صـ ٩١

الاستثمارات أن لا يكون تم فصلهم تأديبيا من الخدمــة وحكــم عليهم بعقوبة جنائية أو جناية فى جريمة ماســة بالشــرف أو الأمانة وألا يكون قد سبق الحكم عليهم بإشهار إفلاسهم .

٥ – أداء تامين يحدده مجلس إدارة الهيئة .

–العمليات التى يحظر على مدير الاستثمار ممارستها :

١- يحظر على مدير الاستثمار ممارسة الأعمال المحظورة على الصندوق الذى يديره

٢- استخدام أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية .

٣- عدم حصول مدير الاستثمار أو العاملين لدية على كسب أو ميزة من العمليات التى يجريها .

٤- ألا يكون له مصلحة من آيه نوع مع الشركات التى يتعامل مع إدارتها المالية لحساب الصندوق .

٥- ألا يشترى المدير أو العاملون لدية وثائق استثمار للصناديق التى يديرها .

٦- عدم الاقتراض من الغير الا فى الحدود التى يسمح بها عقد الإدارة .

٧- عدم شراء أوراق مالية غير مقيــدة بالبورصـــة مـــا عـــدا الأوراق المالية الحكومية أو الأوراق المالية لشـــركات قطـــاع الأعمال العام .

٨- عدم شراء أوراق مالية غير مقيدة فى بورصة بالخارج أو مقيدة فى بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج ٠

٩- عدم استثمار أموال الصندوق فى وثائق صندوق آخر يقوم هو بإدارته

١٠- عدم إذاعة أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو حجب بيانات هامة ٠

١١- عدم اختلاق عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من الأتعاب ٠

د- **واجبات مدير الاستثمار :**

١- عليه ان يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يديره ٠

٢- إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة النشاط كذلك تلك التى تحددها الهيئة ٠

٣- تزويد الهيئة بالمستندات والبيانات التى تطلبها ٠

٤- أن يبذل فى إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص ٠

٥- أن يعمل على حماية مصالح الصندوق ٠

٦- التحوط لإخطار الصندوق ٠

٧- تنويع أوجه الاستثمار ٠

٨- تجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين ٠

هـ - أتعاب مدير الاستثمار :

يقوم مدير الاستثمار بهذه الأعمال مقابل أتعاب يتم تحديدها في عقد الإدارة وتنشر فى نشرة اكتتاب الصندوق وعادة ما تكـون هذه الأتعاب عبارة عن نسبة من صافي الأصول المستثمرة قـد تتوج بحوافز للمدير تحتسب بنسبة من الزيادة فى صافى أصول الصندوق وتستحق الأتعاب للمدير على فترات دورية خلال العام الواحد، وهذا يعنى أن جزء من أتعاب مدير الاستثمار تسـتحق حتى لو حقق الصندوق خسائر ٠

سابعا : مزايا وعيوب صناديق الاستثمار :

–– مزايا صناديق الاستثمـــار :

تتمثل أهم مزايا صناديق الاستثمار فيما يلى[1]:

١ – الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة :

عادة ما تستخدم الصناديق مستشـــارين اســتثماريين محتــرفين وباحثين ومتميزين بما يمكنها من إدارة اســتثماراتها بمســتوى عالى من الكفاءة يعجز المستثمر العادى عن تحقيقها لأنه لكـــى يقوم بإدارة استثماراته عليه أن يحتفظ بكافــة المعــاملات فـــى سجلات خاصة كما عليه مراقبة حركة الأسـعار فـــى الســوق والاضطلاع بنفسه بكافة متطلبات العملية وهذا يمثل عبأ عليه فى حين ان الصندوق يمكنه من تحقيق ذلك بكفاءة عالية ٠

(١) عبد الغفار حنفى، رسمية قريا قص – الأسواق والمؤسسات المالية – مرجع سـابق – صـــ ٣٧٤

وأيضا :

Raymand, s.sczudld :{mutual funds : opportunitics and risk }.The bankers magazine .march / April 1994

٤- تنشيط حركة أسواق رأس المال :

فى الدول التى اتجهت إلى إنشاء أسواق راس المال تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم فى حركة تلك الأسواق وهنا تبدو أهمية صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين، فخاصية التنويع التى تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلى الخبرة والمعرفة بأسواق راس المال وكذا المستثمرين محدودى الموارد لان يستثمروا مدخراتهم فى شراء اسهم صناديق الاستثمار التى تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها فى بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة فى أسواق راس المال، وتتضح هذه الميزة فيما تقدمه صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة حيث تبنى تلك الصناديق تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة فى الأسواق مما يسهم فى تنشيط حركة تلك الأسواق علاوة على أن أسهم الصندوق نفسه تعرض للتداول العام مما يعنى إضافة المزيد من الأوراق المتداولة فى أسواق رأس المال .

ثانياً- عيوب صناديق الاستثمار :

تتمثل أهم عيوب صناديق الاستثمار فى[1]:

---

(١) منير هندى – صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين – مرجع سابق – ص٤١.

٢- التنويع الكفيء :

من أهم ما يميز صناديق الاستثمار هى قـدرتها علـى تنويـع التشكيلة التى يكون فيها صندوق الاستثمار بطريقة تسـهم فـى تخفيض المخاطر التى يتعرض لها حملة أسهمها هذا بالإضـافة إلى أن المستثمر الذى تحدوه الرغبة فى الاستثمار فـى اسـهم تصدرها منشأة معينة يمكنه أن يخصص جزء من موارده لشراء أسهم شركة استثمار على أن يستخدم الجزء الباقى للاستثمار فى أسهم المنشأة المعنية صحيح سوف تتكون محفظته الشخصية من أسهم منشأتين فقط إلا أنها محفظة على درجة عالية من التنـوع ذلك لان سهم شركة الاستثمار هو فى حقيقة الأمر محفظة تتكون من عدد كبير من الأوراق المالية التى تصدرها جهات متعددة .

٣- المرونة والملائمة :

فى صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر وذلك فى مقابل رسـوم ضئيلة هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمـة متميـزة لأولئـك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، هذا بالإضافة إلى أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر فى التخلص منها ويتم ذلك بسـعر عادل يتمثل فى قيمة الأصل الصافية للسهم بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة أو على دفعات كمـا يمكن أن يبقى رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولـد عنه، كما أن له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أر[illegible] .

تعانى صناديق الاستثمار من عيب جوهرى يجعلها أداة اســتثمارية غير ملائمة لأولئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصــيرة ويتمثل ذلك فى ارتفاع التكاليف التى يتكبدها المستثمر بالإضافة إلى عيب آخر يرتبط بصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحــة وهــى ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الــدوام بمــا يمكــن الشركة من دفع قيمة استرداد أسهمها فى أى لحظــة يطلــب فيهــا المستثمر ذلك وذلك لأنه كلما ارتفع مستوى السيولة ارتفعت تكلفــة الفرصة الضائعة أى كلما زاد العائد الضائع الذى كان يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها .

ثامنا : تقيم أداء صناديق الاستثمار :

لتقييم أداء صناديق الاستثمار لابد من الأخذ فى الحسبان عنصــرين هامين هما :- العائد والمخاطر .

وعلى ذلك فهناك أسلوبين لتقييم أداء صناديق الاستثمار هما :

الأسلوب البســيط الذى يتناسب مع المستثمر العادى .

الأسلوب المزدوج الذى يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة .

ويتمثل الأساس الذى يقوم عليه التقييم فى التقارير المالية التى تنشرها صناديق الاستثمار لذلك لابد من الاهتمام بتلك التقــارير، فصــناديق الاستثمار تتيح لحملة وثائقها عددا من التقارير السنوية وربع السنوية فى مقدمة تلك التقارير الميزانية العمومية وقائمة الدخل إلــى جانــب بيانات مالية أخرى مثل قائمة الأوراق المالية التى اســتثمرت فيهــا

موارد الصندوق بالإضافة إلى تصنيف تلك الأوراق وشرح للأربـــاح والخسائر وتحليل هدف الصندوق وسجله الاستثمارى ٠

وفيما يلى سوف نتناول هذين الأسلوبين بالتفصيل وأهـــم المقـــاييس المستخدمة لقياسهما[١] :

١ – الأسلوب البسيط :

تنشر صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يوميا قيمة الأصـــل الصافية للسهم وكذا الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة وذلـــك لكل صندوق على حده وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمـــة مؤشر بسيط ومفيد هو معدل العائد على الأموال المســـتثمرة فـــى الصندوق والذى توضحه المعادلة الآتية:

$$\text{م} = \frac{(\text{ق}١ - \text{ق}) + \text{ى} + \text{ر}}{\text{ق}}$$

حيث :

(م) هى معدل العائد على الاستثمار ٠

(ق) القيمة الصافية للوثيقة فى بداية الفترة التى يحسب عنها المعدل

(١) عز الدين فكرى التهامى – تقييم أداء صناديق الاستثمار فى مصر – بحث مقدم لنـــدوة صـــناديق الاستثمار فى مصر – جامعة الأزهر سنة ١٩٩٧ صـــ ١٦٠ .
وأيضا: عبد الغفار حنفى – البورصات – مرجع سابق – سنة ١٩٩٩ صـــ ٣١٠.

(ق١) القيمة السوقية للوثيقة فى نهاية الفترة التى يحسب عنها المعدل •

(ق١- ق) الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتى تعكس تحسنا فى القيمة السوقية للتشكيلة.

(ي) الأرباح الايرادية الموزعة خلال الفترة •

(ر) الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة •

٢- الأسلوب المزدوج :

يعاب على الأسلوب البسيط فى تقييم الصناديق أنه يركز على العائد دون أن يأخذ المخاطر فى الحسبان فقد يحقق صندوق ما عائد أكبر من العائد الذى يحققه صندوق آخر ولكن الزيادة فى العائد قد لا تكفى للتعويض عن زيادة المخاطر التى قد ينطوى عليها الاستثمار فيه مقارنه بالصندوق الثانى لذلك جاءت الأساليب المزدوجة لتأخذ فى الحسبان كل من العائد والمخاطر ومن ابرز هذه المقاييس المستخدمة فى هذا الأسلوب:

أ - مقياس شارب •

ب- مقياس ترينور •

وفيما يلى شرح هذين المقياسين :

أ- مقياس شارب :

قدم وليم شارب مؤشرا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية والذى ينطبق بالطبع على صناديق الاستثمار يطلق عليه نسبه المكافـأة إلى المخاطر وتوضحه المعادلة الاتية :

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط} - \text{ل}}{\sigma}$$

حيث :-

(ط) متوسط العائد على الاستثمار ٠

(ل) متوسط العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر ٠

(σ) الانحراف المعيارى لمعدل العائد على الاستثمار { المخاطر الكلية } ٠

ويتمثل معدل العائد على الاستثمار فى التغير فى قيمـة الوثيقـة التى يصدرها الصندوق قيمة (ق١- ق) فى المعادلة قبل السابقة إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التى يحصل عليها المستثمر خلال الفترة ٠

أما بالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار الخالى مـن المخـاطر فقصد به العائد الذى تحققه ورقة مالية تصـدرها الحكومـة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة واحدة.

ب – مقياس تر ينـــــور :

يقوم مقياس تر ينور على فكرة أن المستثمر العادى يمكنه مـــن خلال التنويع البسيط أن يتخلص كلية مـــن المخـــاطر ويقصـــد بالتنويع البسيط تشكيل محفظة الأوراق المالية من حوالى عشرة أوراق مالية مختارة عشوائيا ويقضى المقيـــاس بأنـــه إذا كـــان التخلص من المخاطر غير المنتظمة أمر سهل فإنه يمكن للإدارة المحترفة التى تتولى صناديق الاستثمار أن تشكل مكونات تلـــك الصناديق بطريقة تجعلها تنطوى فقط على المخـــاطر المنتظمـــة بمعنى أنه ينبغى أن يتمثل مقياس مخاطر صناديق الاستثمار فى معامل بيتا وليس الانحراف المعيارى وعلى ذلك تكون المعادلـــة كما يلى :

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط} - \text{ل}}{\text{تـا}}$$

حيث :

(تا) معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التى تتكون منها صندوق الاستثمار ٠

أى أن الفرق بين مقياس شارب ومقياس تر ينور يكمن فى :

أن مقياس شارب يفترض عدم القدرة عـــلى الـــتخلص مـــن المخاطر غير المنتظمة.

أما مقياس تر ينور فيفترض القدرة على التخلص من المخـــاطر غير المنتظمة ٠

ودلالة هذه المؤشرات :

أنه كلما زادت قيمة المؤشر كلما كان أداء الصندوق أفضل ٠

والى جانب هذه المؤشرات التى تقيس أداء الصندوق وفقا لمعيارى العائد والمخاطر هناك جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق وهى[1]:

١- مدى إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحدد فى هدف إنشاء الصندوق :

فمن بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى الصندوق وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطر المحددة فى هدف إنشائه، ومن خلال التجربة العملية اتضح أن هناك ارتباط واضح بين مستوى المخاطر المحددة فى هدف الصندوق وبين المخاطر الفعلية فكلما ارتفعت {انخفضت } المخاطر المحددة فى الهدف، ارتفعت { انخفضت } المخاطر الفعلية .

٢- التأكد من ملائمة مستوى التنويع :

بما أن أسهم صناديق الاستثمار تمثل عادة الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد الأمر الذى يجعل من الأهمية بمكان ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التى يتضمنها الصندوق هى على مستوى عالى من التنويع .

---

(١) منير هندى – صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين – مرجع سابق – ص ٧٧

٣- التأكد من تحقيق عائد ملائم :

لابد من الاطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذى يتولد عن الصندوق ويتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة ففـــى حالة صناديق الاستثمار التى تتكون غالبيتها من اسهم عادية يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية لأحد مؤشرات الســوق مثــل مؤشر ستاندرد أند بور .

٤- حجم التكاليف التى يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها علـــى العائد :

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاســتثمار النــوع الأول هى التكاليف المباشرة التى يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية وهذه التكاليف عــادة مــا تكــون منشورة أما النوع الثانى فهى تكاليف المعاملات وهـــى تكـــاليف غير مباشرة وهى نوعين تكاليف يمكن قياسها وتكاليف يصـــعب قياسها فالتكاليف الممكن قياسها تتمثل فـــى عمولـــة السمســـرة وبياناتها متوافرة أما التكاليف التى يصعب قياسها فتتمثـــل فـــى هامش ربح بيع وشراء الأسهم بالإضافة إلى التأثير الذى تحدثـــه الصفقات الكبيرة بيعا وشراءاً على القيمة السوقية للسهم .

تاسعا : نماذج لبعض صناديق الاستثمار العالمية الناجحة :

تعتبر صناديق الاستثمار الفرنسية من أهم نماذج صناديق الاستثمار الناجحة التى يحتذى بها ولكى تصل تلك الصناديق إلى هذه المكانة فقد مرت بأربعة مراحل هى[1]:

المرحلة الأولى ١٩٤٥- ١٩٦٤ وفى هذه المرحلة كانت بداية نشاط صناديق الاستثمار ولم تعرف فرنسا فى هذه المرحلة سوى نوع واحد من هذه الصناديق وهى صناديق الاستثمار المغلقة ٠

المرحلة الثانية ١٩٦٤- ١٩٧٩ وفى هذه المرحلة بدأت صناديق الاستثمار فى طريقها للانتشار وتحولت فرنسا فى هذه المرحلة إلى صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق الاستثمار المشتركة ٠

المرحلة الثالثة ١٩٧٩- ١٩٨٩ وفى هذه المرحلة تحسنت الظروف الاقتصادية فى فرنسا وانعكس ذلك على تطور صناديق الاستثمار التى ظهرت فى المرحلة الثانية وبالذات صناديق رأس المال ٠

المرحلة الرابعة ١٩٨٩- ١٩٩٤ وفى هذه المرحلة نافست صناديق الاستثمار الفرنسية مثيلتها الدولية وانتشرت واتسعت من حيث الكم والنوع وأصبحت من أهم الأدوات المالية الناجحة فى سوق المال الفرنسى وفى العالم بأكمله وأصبحت نموذج يحتذى به بالنسبة للدول الآخذة بهذه التجربة حديثا ومن أمثلتها مصر ٠

(١) منى قاسم – صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين – مرجع سابق – ص ١٣١- ١٤٥ ٠

والآن تمارس ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار نشاطها في فرنسا وهي :

١- صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير { تتميز بالتنوع }

٢- صناديق الاستثمار المشترك .

٣- صناديق الاستثمار ذات رأس المال الثابت .

عاشرا : دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات :

إن لصناديق الاستثمار دور هام فى مجال تعبئة المدخرات فهذه الصناديق كما سبق من تعريفها تقوم بتجميع المدخرات من صغار وكبار المدخرين وذلك عن طريق ما تصدره من وثائق استثمار تمثل قيم اسمية محددة تختلف من صندوق لآخر ويتم عرض هذه الوثائق ليقوم الأفراد { المدخرين } بالاكتتاب فى هذه الوثائق أى شراؤها وتملكها وهذه العملية فى الواقع ما هى الا أسلوب من أساليب تجميع المدخرات فقيم هذه الوثائق فى مجملها تمثل حجم المدخرات التى تقوم تلك الصناديق بتعبئتها وعلى ذلك يمكن القول بأن صناديق الاستثمار تعتبر قناة جديدة من قنوات تعبئة المدخرات تضاف إلى القنوات الفرعية التى تقوم بتعبئة المدخرات والتي سبق ذكرها[1].

---

(١) صناديق الاستثمار هى مؤسسة من المؤسسات العاملة فى سوق رأس المال والذى سبق الحديث عنه كقناة فرعية من قنوات تعبئة المدخرات ولكننا تحدثنا عنها بالتفصيل هنا وأفردنا لها جزءا خاصا وذلك لأهميتها فى هذه الدراسة والتعرف على ما إذا كان لها دور فى تعبئة المدخرات أم لا ؟ !

الفصل الثانـــــي

صناديق الاستثمار المصرية

تناولنا فى الباب الأول من هذه الدراسة صناديق الاستثمار بصـــفة عامة من حيث تعريفها ونشأتها وأهميتها وأهدافها وأنواعهـــا ووظائفهـــا وإدارتها وأخيراً مزاياها وعيوبها وفى هذا الفصل سوف نتناول صناديق الاستثمار العامة فى مصر مع محاولة تقييمها وذلك من خلال التعـــرف على هذه الصناديق من حيث نشأتها وتطورها والتعرف على صـــناديق الاستثمار المرخص لها بالعمل فى مصر والتى تمارس نشاطا فعليا ثـــم نقوم بتقويم هذه التجربة الجديدة من خلال الدراسة العمليـــة للصـــناديق الموجودة ودورها فى تعبئة المدخرات وتمويـــل الاســـتثمارات وكـــذلك دورها فى تطوير سوق الأوراق المالية وأخيرا نتناول دورها فى رفـــع كفاءة تخصيص الموارد المالية.

أولا:- نشأتها وتطورها:

صناديق الاستثمار المصرية قد استحدثها القانون رقـــم ٩٥ لســـنة ١٩٩٢ وحدد لها الشكل القانونى بأن تتخذ شكلاً شركات مساهمة وحـــدد أغراضها فى استثمار أموالها فى الأوراق المالية وحظر عليها مزاولـــة أية أعمال مصرفية وبصـــفة خاصـــة إقـــراض الغيـــر أو ضـــمانه أو المضاربات فى العملات أو المعادن النفيسة وأجاز لها التعامل فى القـــيم المنقولة الأخرى وذلك بترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامـــة لســـوق المال وأن يكون الحد الأدنى لرأس مال صندوق الاستثمار خمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل ووضع القانون بعض الضـــوابط علـــى اســـتثمار

الصندوق لأمواله فى الأوراق المالية بحيث لا تزيد نسبة ما يستثمره فى شراء ورقة مالية لشركة معينة عن ١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة وألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار الأخرى عن١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ٥%من وثائق كل صندوق يستثمر فيه ويجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار بشرط أن يكون القرض قصير الآجل وبموافقة البنك الذى يحتفظ فيه بالأوراق المالية التى يستثمر فيها أموال الصندوق ويتوجب على الصندوق عدم اتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار[1].

ويصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراق مالية فى صورة وثائق استثمار اسمية موحدة القيمة ويجوز إصدار وثائق كاملة بموافقة مسبقة من هيئة سوق المال وبحد أقصى ٢٥%من مجموع الوثائق المصدرة وتخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق ويشترك حاملوها فى الأرباح والخسائر كل بنسبة ما يملكه من الصكوك وتحدد قيمة الوثيقة بما لا يقل عن عشرة جنيهات و لا يزيد عن ١٠٠٠جنيه وتدفع قيمة الوثائق عن حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها . المادة (١٥٠) ويجب على الصندوق نشر الدعوة للاكتتاب العام فى وثائق الصندوق وفقا لنموذج تعده الهيئة العامة لسوق المال يحدد فيها البيانات الأساسية عن الصندوق والوثيقة والبنك المرخص له بتلقى طلبات الاكتتاب وطريقة توزيع الأرباح والسياسة الاستثمارية ومدير الصندوق وغير ذلك من بيانات أساسية[2].

---

(١) القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ واللائحة التنفيذية له من المادة (١٤٠ – ١٧٥) .

(٢) حددها القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية من المواد(١٥١ – ١٦٠) .

وينقضى الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار عن ٥٠% من أجمالى عدد الوثائق المصدرة بسبب قيام المستثمرين باسترداد قيم وثائقهم إلا إذا قرر أغلبية حملة الوثائق استمرار نشاطه فى اجتماع تدعو إليـه الشركة ويحضره ممثل الهيئة ولكن ينقضى أجـل الصـندوق حتمـا إذا انخفض عدد الوثائق عن ٢٥% من إجمالى الوثائق المكتتب فيها.

وقد حدد القانون أيضا أنواع صناديق الاسـتثمار المصـرية فـى نوعان هما:

النوع الأول:

الصناديق التى تؤسسها البنوك المصرية وشركات التـأمين ومـن حقها إصدار وثائق تعادل عشرين مثلا لرؤوس الأموال التى تخصصـها لها على أن تكون أموال شركة الصندوق مستقلة عن أموال البنـك فـإذا كان رأسمال شركة الصندوق خمسة ملايين جنيه فمـن حـق الشـركة إصدار وثائق قيمتها ١٠٠مليون جنيه وتكون الصناديق التـى تؤسسـها البنوك وشركات التأمين من النوع المفتوح الذى يقبل دخـول وخـروج حملة الوثائق فى حرية تامة ويحدد الصندوق القيمة الاستردادية للوثيقـة فى نهاية يوم العمل من كل أسبوع وتتم عمليات الاسترداد مـن بدايـة الأسبوع الثاني .

النوع الثاني:

الصناديق التى تنشؤها شركات مساهمة غير البنـوك وشـركات التأمين فان الوثائق التى تصدرها لا تزيد عـن عشـرة أمثـال رؤوس أموالها وتكون هذه الصناديق من النوع المغلق ويجرى التعامـل علـى

وثائقها بالبيع و الشراء فى بورصة الأوراق المالية فى حين تسترد قيم وثائق صناديق البنوك وشركات التأمين مباشرة منها وذلك بسبب ما تتمتع به البنوك وشركات التأمين من سيولة كبيرة لا تتوافر لغيرها.

وقد حدد القانون أيضا أسلوب الإدارة المتبع فى صناديق الاستثمار المصرية حيث أخذ المشرع بالأساليب المتبعة فى الأسواق التى تفصل بين الملكية و الإدارة فى صناديق الاستثمار حيث أوجب على شركة الصندوق أيا كان أصحابها بأن يعهد بإدارة الصندوق إلى مدير يكون خبيراً متخصصاً فى إدارة محافظ الأوراق المالية ويطلق عليه (مدير الاستثمار) يجب أن تتوافر فيه شروط معينه حددها القانون[1].

ولا يجوز له مزاولة هذا النشاط قبل القيد فى السجل المعد لذلك بالهيئة[2].

وأن تتخذ شركة الإدارة شكل شركة مساهمة مصرية برأسمال مدفوع لا يقل عن مليون جنيه مدفوع بالكامل يوضح عقد الإدارة بين الصندوق ومدير الاستثمار حقوق والتزامات طرفى العقد ومقابل الإدارة الذى يتقاضاه وعلاقته بالبنك الذى تودع به الأوراق المالية للصندوق كما

---

(١) سبق توضيحها تحت عنوان الشروط الواجب توافرها فى مدير الاستثمار فى الفصل الأول من هذا الباب .

(٢) يقيد مدير الاستثمار فى الهيئة بعد استيفاؤه الأوراق التالية:
يقدم مدير الاستثمار طلب على نموذج معد لذلك بالهيئة و مرفقا به عدة مستندات تتمثل في:

- عقد شركة الإدارة والنظام الأساسى أو ما يحدده مجلس إدارة الهيئة بالنسبة لمدير الاستثمار الأجنبى حسب الأحوال.
- بيان بأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم.
- بيانات بالخبرة السابقة للشركة.
- إيصال سداد الرسوم بالهيئة.
- أية مستندات أخرى .

حظر القانون على جميع العاملين فى شـركة الإدارة ممارسـة بعـض الأعمال[1].

ويتقاضى مدير الاستثمار أتعابا يحددها عقد الإدارة تحـدد بنسـبة مئوية بعضها نسب مقطوعة ويحدد البعض الآخر بنسب متغيـرة وفقـا لنتائج الأداء والزيادة التى ينجح فى تحقيقها فى أصول من عوائـد أذون الخزانة أو السندات الحكومية أو الودائع المصرفية من شرائح معينـة أو غير ذلك.

ثانيا: صناديق الاستثمار المرخص لها بالعمل فى مصر:

إن صناديق الاستثمار فى مصر قد تبوأت مكانا فى السوق علـى مدى زمنى قصير نسبيا فقد بدأ نشاط أول هذه الصناديق وهو صـندوق استثمار البنك الأهلى الأول فـى ١٩٩٤/٩/١ وكـان ترتيـب دخـول الصناديق الحالية والتى وصل عددها إلى ٢١ صندوقا إلى السوق خلال السنوات الماضية على النحو التالى :

جدول رقم (١) صناديق الاستثمار المرخص لها بالعمل فى مصر حتى ١٩٩٩/١٢/٣١[2]

م	اسم الصندوق	تاريخ بدء مزاولة النشاط	رأس مال الصندوق مليون جنيه	مدير الاستثمار	نوعية العائـد	عدد الإصدار	فـي ٩٨/٨/٣٠	فـي ٩٩/١٢/٣١
١	البنك الأهلى المصرى الأول – مفتـوح	٩٤/٩/١	٢٠٠	الأهلى لادارة صناديق الاستثمار	تراكمي	٥٠٠	٧٦١ر٣	٦٧٥ر٦
٢	البنك المصرى الأمريكي الأول	٩٤/١٠/١٥	٣٠٠	المجموعة المصرية	نمو رأسمالي	١٠٠	١٠٢ر٨٣	١٠٠ر١٨

(١) سبق توضيحها تحت عنوان العمليات التى يحظر على مدير الاستثمار ممارستها فى الفصل الأول من هذا الباب.

(٢) التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى ٢٠٠٠

م	اسم الصندوق	تاريخ بدء مزاولة النشاط	رأس مال الصندوق مليون جنيه	مدير الاستثمار	نوعية العائد	عدد الإصدار	في ٩٨/٨/٣٠	في ٩٩/١٢/٣١
	مفتوح			لادارة الصناديق	ودخل دوري			
٣	بنك الإسكندرية الأول مفتوح	٩٤/١٢/١	٢٠٠	المجموعة المصرية لادارة الصناديق	نمو رأسمالى ودخل دوري	١٠٠	١١١ر٩٥	١٠٧ر٩٣
٤	بنك مصر الأول مفتوح	٩٥/٢/١	٥٠٠	كنكود انترناشونال انفستمنت	دوري	١٠٠	١١٣ر٥٥	٩٣ر٤
٥	المستثمرون المتحدون للتأمين الأول مفتوح	٩٥/٨/١٢	١٠٠	ايجبشيان انجلوا لادارة الصناديق	دورى وتراكمي	٥٠٠	٤٤٧ر٢٦	٣٦٧ر٦٦
٦	بنك مصر الثانى مفتوح	٩٥/٩/١٧	٣٠٠	كنكود انترناشونال انفستمنت	نمو رأس مالى مع توزيع عائد	٦٦ر٧٣	٩٥ر٦٧	٥٩ر٩٩
٧	البنك الأهلي المصرى الثانى مفتوح	٩٥/١٠/٣	٣٠٠	الاهلى لادارة صناديق الاستثمار	نمو رأس مالى ودخل دوري	١٠٠	٨٣ر٧	٧١ر١
٨	بنك القاهرة مفتوح	٩٥/١١/١٦	٢٠٠	H.F.M للاستثمار	تراكمي	١٠٠	١٧٧ر٣٥	١٨٩ر٢٣
٩	بنك الشركة المصرفية العربية الأول مفتوح	٩٦/٦/٣	١٠٠	برايم انفستمنت للإدارة الصناديق	تراكمي + جوائز	٥٠٠	٧٢٧ر٣	٥٢٧ر٠٥
١٠	الدلتا للاستثمار مغلق	٩٦/٨/٤	٥٠	H.F.M للاستثمار	دورى وتراكمي	١٠٠	١٣٠ر١	١٢٢ر١٥
١١	البنك المصرى لتنمية ا[illegible]درات مفتوح	٩٦/١٠/٧	١٠٠	القاهرة لادارة صناديق الاستثمار	دوري	١٠٠	١٠١ر٨٣	٩٧ر٧٢
١٢	بنك قناة السويس مفتوح	٩٦/١٢/٥	١٠٠	ايجبشيان انجلوا لادارة الصناديق	دورى وتراكمي	٥٠٠	٤٣٤ر٢٦	٣٢٢ر٢
١٣	شركة اورنيت ترست لصناديق الاستثمار مغلق	٩٧/١/٢٨	٥٠	الشركة المصرية للاستثمار والإعمال المالية	نمو راسمالي	١٠٠٠	١٠١٤ر٨٣	١٠٨٣ر٧٥
١٤	بنك أمريكان اكسبريس الاول مفتوح	٩٧/٤/١	٣٠٠	H.F.M للاستثمار	تراكمى وتوزيع دوري	١٠٠	٨٥ر٢٨	٨٨ر٥
١٥	البنك المصرى الخليجى مفتوح	٩٧/٤/٣٠	١٠٠	H.F.M للاستثمار	تراكمى وتوزع دوري	١٠٠	٨٤ر٤٩	٨٧ر٩١
١٦	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثانى مفتوح	٩٧/١٠/١٢	٢٠٠	برايم انفستمنت للأداة الصناديق	تراكمى وتوزيع دورى ووثيقة مجانية	١٠٠	٩٧ر٦٩	١٠٥ر٠٥
١٧	بنك مصر اكستوربور الاول	٩٧/١٢/٢٨	١٠٠	لازارلست منجمنت	تراكمى وتوزيع	١٠٠٠	٩٦٩ر٠٣	١٠٧١ر١٨

م	اسم الصندوق	تاريخ بدء مزاولة النشاط	رأس مال الصندوق مليون جنيه	مدير الاستثمار	نوعية العائد	عند الإصدار	في ٩٨/٨/٣٠	في ٩٩/١٢/٣١
	مفتوح			ايجبت	دوري			
١٨	بنك مصر الدولى مفتوح	٩٨/٣/١	٢٨٠	كنكورد انترناشونال انفستمنت	نمو رأسمالي	١٠٠	٥٥ر٨٩	٤٦ر٧٦
١٩	مصر إيران مفتوح	٩٨/٨/٦	١٠٠	لازارد ست منجمنت ايجبت	عائد تراكمي وتوزيع دوري	١٠٠		٨٩ر١١٣
٢٠	بنك الشركة المصرفية العربية، الدولية الثالث مفتوح	٩٩/٢/٢٢	٥٠	بريم انفستمنت لإدارة الصناديق	دوري	١٠٠	-	٥٠ر١٠٠
٢١	بنك أمريكان اكسبريس الثانى مفتوح	٩٩/٦/٢٢	١٦٠	لازارد ست منجمنت ايجبت	تراكمي	١٠٠		٠٨ر١٠٥٧

بتحليل الجدول السابق يتضح الآتي:

١) أن عمر أقدم صندوق- صندوق البنك الأهلى المصرى الاول- لم يتجاوز سبع سنوات حتى يونيو سنة ٢٠٠١ وعمر الصندوق الأخير لم يتجاوز سنتين وهذا ما يجعلنا نقول أن تجربة الصناديق فى مصر تجربة حديثة نسبياً.

٢) عن نوعية الصناديق نجد أن جميع الصناديق من النوع المفتوح ما عدا صندوقين فقط هما:
الدلتا للاستثمار، صندوق شركة أورينت ترست لصناديق الاستثمار فهما من النوع المغلق[1].

٣) عن الجهة المالكة لتلك الصناديق نجد أن ١٩ صندوقا مملوكة للبنوك وشركات التأمين برؤوس أموال قدرها (٣٦٩٠) مليون جنيه عند الإصدار و(٣٧١٤) مليون جنيه فى نهاية ديسمبر١٩٩٩ ، أما الصندوقين الآخرين وهما مغلقان ويتم التعامل على وثائقهما

(١) قد سبق توضيح الفرق بين النوعين ف الفصل الاول من هذا الباب.

بالبورصة فقد أسستهما شركات مساهمة ، وهذا يعنى أن البنوك قـد قامت بدور رائد فى هذه التجربة (صناديق الاستثمار).

٤) عن موارد تلك الصناديق فقد أمكن للإحدى وعشـرون صـندوقا العاملة فى مصر تعبئة (٣,٧٩) مليار جنيه عند الإصدار- موزعـه بحسب مساهمة كل صندوق كما فى الجدول السابق.

٥) عن سياسة توزيع العائد لتلك الصناديق فإننا نجد أن ثلاثة صناديق من ٢١صندوقا العاملة فى مصر قد اختارت سياسة توزيـع عائـدها دوريا - أما نصف أو ربع سنوى - وهم: صندوق اسـتثمار بنـك مصر الاول ، صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثالث ، و٣ صناديق قد أختارت سياسة التوزيع التراكمـى وهـم:- صندوق استثمار البنك الأهلى المصرى الاول وصندوق استثمار بنك القاهرة وصندوق استثمار بنك أمريكان اكسبريس الثانى ، وصندوقين قد اتخذا سياسة النمو الرأسمالى وهما:- صـندوق اسـتثمار شـركة أورينت ترستو وصندوق استثمار بنك مصر الـدولي، إلا أن بقيـه الصناديق وعددها ١٣ صندوقا قد جمعت بين أكثر من سياسة لتوزيع العائد.

٦) بالنسبة لمديرى الاستثمار نجد أن هناك خبرات أجنبية اشتركت فـى إدارة بعض الصناديق منها : كونكو و انترناشـيونال انفسـتمنت - اجيبشيان أنجلو- H.F.M- برايم انفستمنت - لازاراست منجيمنت،هذا بجانب وجود شركات مصرية أدارت بعض الصناديق الأخرى منها : الشركة المصرية للاسـتثمار والأعمـال الماليـة ، القـاهرة لإدارة الصناديق، الأهلى لادارة الصـناديق، المجموعـة المصـرية لإدارة الصناديق.

٧) عن قيمة الوثائق وأسعارها بعد طرحها فى سوق الأوراق المالية فإننا نجد أن قيمة الوثائق التى أصدرتها الصناديق قد تراوحت ما بين ١٠٠ ، ١٠٠٠ جنيه وذلك طبقا لما حدده المشروع المصرى، ولكن عن أسعار تلك الوثائق بعد طرحها فى السوق فأننا نجد أن بعض الوثائق انخفض سعرها بالنسبة لسعر الإصدار[١] مثل وثائق صندوق بنك مصر الأول والثاني، والمستثمرون المتحدون للتأمين الأول، والبنك الأهلى الثانى، والبنك المصرى لتنمية الصادرات، بنك قناة السويس، بنك أمريكان اكسبريس الأول، والبنك المصرى الخليجي، بنك مصر الدولي، أما وثائق باقى الصناديق الأخرى فقد ارتفعت أسعارها السوقية عن سعر إصدارها.

والسبب فى انخفاض قيم وثائق تلك الصناديق عن قيمتها عند الإصدار - بالنسبة لأغلبية الصناديق العاملة - يرجع إلى مشاكل تعانى منها تلك الصناديق وخصوصا فى الفترة الأخيرة، وهذا ما سوف نوضحه فيما بعد .

ثالثا: تقييم تجربة صناديق الاستثمار المصرية:

إن عملية تقييم أداء الصناديق وخصوصا {الصناديق المصرية} تكتنفها بعض الصعوبات وذلك للأسباب الآتية[٢]:

١) أن سوق الأوراق المالية قد شهد منذ ظهور الصناديق وحتى الآن تقلبات كبيرة انعكس ذلك بوضوح فى اتجاهات المؤشر العام

(١) طبقا لاسعار الوثائق فى ١٩٩٩/١٢/٣١

(٢) سيد عيسى – تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر – بحث مقدم الندوة صناديق الاستثمار فى مصر – جامعة الأزهر سنة ١٩٩٧ ص ٨٦

للأسعار الذى تعده وتنشره الهيئة العامة لسوق المال والذى تعكس التغيرات فى أسعار جميع الأوراق المدرجة فى جداول بورصتى الأوراق المالية.

٢) اختلاف نوعية الصناديق من صندوق لآخر ففى صناديق الدخل الدورى تعتمد على الأسهم فى تحقيق أرباح رأسمالية يمكنها توزيع عوائد دورية لأن السهم بالرغم من ارتفاع درجة المخاطر فيه إلا أنه أقدر من الأصول الأخرى على تحقيق أرباح بينما تقل نسبة الأسهم فى صناديق النمو التراكمى التى تكون نسبة الأسهم لديها أقل وتزيد لديها نسبة الأصول المستثمرة فى أذون الخزانة والسندات الحكومية والودائع المصرفية باعتبار عوائدها أكثر استقراراً من عوائد الأسهم وعلى ذلك فلا يصح مقارنة صناديق النمو التراكمى بصناديق الدخل الدورى لاختلاف توجيهات كل من النوعين فى توظيفاتها .

٣) تباين تواريخ بدء نشاط الصناديق فهناك صناديق بدأت نشاطها منذ سنة ١٩٩٤ وأخرى سنة١٩٩٥ وغيرها سنة ١٩٩٦ ومجموعة أخرى سنة ١٩٩٧ وأخيرا هناك صناديق بدأت نشاطها عامى ١٩٩٨، ١٩٩٩، ولإجراء مقارنة سليمة لابد من توحيد الفترات الزمنية لممارسة الصناديق لنشاطها لكى يكون تأثير التغيرات العامة فى الأسعار عليها جميعا بقدر واحد .

٤) إختلاف أحجام الصناديق فهناك صناديق ذات حجم كبير وأخرى ذات حجم صغير فالصندوق ذو الحجم الكبير تتوفر له فرصة أكبر من تنويع أصوله وتكون لديه مرونة أكبر فى إجراء عمليات تدوير محفظته وهو مالا يتاح بنفس القدر للصناديق صغيرة الحجم .

وعلى ذلك فإنه لا بد من التقييم لكل صندوق على حدى لاختلاف طبيعة هذه الصناديق ومع الأخذ فى الاعتبار الصعوبات السابق ذكرها آنفاً.

كما أن هناك بعض المشاكل الموجودة فى سوق الأوراق المالية المصرية وفى نفس الوقت لها تأثير على أداء صناديق الاستثمار هذه المشاكل هى[1] :

١) إلغاء بعض العمليات لأنها تمت بسعر غير مبرر أو فعالى فيه ، ففى بعض الأحيان تقوم هيئة سوق المال بوقف التعامل على أحد الأسهم أو شطب ذلك السهم من البورصة وذلك عندما يقفز سعره قفزة عالية دون أى مبرر متعلق بمعدلات النمو الاقتصادى بالشركة المعنية ولا شك أن هذا الشطب يؤثر على مدى استقرار حركة التداول .

٢) تداخل الأدوار بين البورصة وهيئة سوق المال ، ففى كل أنحاء العالم توجد جهات رقابية للبورصة ولكن عن بعد وليس على النحو الموجود فى البورصة المصرية – فقد تحولت إلى جهة إدارية – هذا لا يعنى تهميش دور البورصة بل نشدد على أهمية وجودها ولكن تحديد دورهما بوضوح .

٣) مساهمة الأجانب فى الاستثمارات التى تتداول أوراقها فى البورصة وهذه المساهمة كبيرة فى فترة ظهور الصناديق المصرية وهذه المساهمة تشوبها المخاطر خصوصا للأسواق الناشئة ومنها مصر فقد أتضح أن صناديق الاستثمار الدولية تتنافس على الأسواق الناشئة لتحقيق أرباح رأسمالية وعندما تحقق أهدافها فإنها سرعان ما تخرج

---

(١) من واقع الدراسة الميدانية التى قامت بها الباحثة .

من السوق ولا شك أن سوق الأوراق المالية المصرية قـد اكتظـت بشركات المحافظ الأجنبية .

٤) وجود ما يسمى بجرالات البورصة وسوق القطيع وهو السـبب فـى زيادة الأسعار بالبورصة وساعد فى وجـود هـذه الطبقـة تـرويج الإشاعات .

وبالرغم من وجود تلك الصعوبات والمشاكل التى تعتـرى تقيـيم تجربة صناديق الاستثمار المصرية إلا أننا سوف نحـاول تقيـيم تلـك التجربة فى ضوء المتاح من البيانات والمعلومات عنها وذلك من خـلال ثلاثة جوانب :

الجانب الأول : يتعلق بدور هذه الصناديق فى تعبئة المدخرات وتمويـل الاستثمارات

الجانب الثانى : يتعلق بدور هذه الصناديق فى تطـوير سـوق الأوراق المالية .

الجانب الثالث : يتعلق بتقييم أداء تلك الصناديق حسابيا .

وفيما يلى سوف يتم تقييم تجربة صناديق الاستثمار المصرية من خلال جوانبها الثلاثة السابق ذكرها:

أولا: دور صناديق الاستثمار المصرية فى تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات:

١ - دورها فى تعبئة المدخرات:

إن لصناديق الاستثمار المصرية دور فى مجال تعبئة جزء لا يستهان به من المدخرات فعلى سبيل المثال قام صندوق استثمار البنك الاهلى المصرى الاول بطرح ١٠٠٠٠ وثيقة اكتتب فيها بالكامل القيمة الاسمية للوثيقة ٥٠٠جنيه مصرى ثم طرح ١٩٠٠٠٠وثيقة القيمة الاسمية للوثيقة ٥٠٠جنيه مصرى ليبلغ أجمالى القيم الاسمية للوثائق التى اكتتب فيها١٠٠ مليون جنيه مصرى وقام الصندوق الثانى للبنك الاهلى بطرح وثائق أكتتب فيها بالكامل بلغت القيم الاسمية لها ٢٠٠ مليون جنيه ثم زادت بعد ذلك الوثائق المطروحة من قبل الصندوقين ليصل إجمالى القيم الإسمية للوثائق التى اكتتب فيها ٢٠٠ مليون جنيه ، ٣٠٠مليون جنيه للصندوقين الاول و الثانى على التوالى ، أما عن القيم الاسمية لوثائق الصناديق الأخرى والتى تم الاكتتاب فيها بالكامل "أى حجم المدخرات

التى قامت الصناديق المصرية بتعبئتها" فقد بلغ مجموعها ٣٧٩٠ مليون جنيه موزعه كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٢) دور صناديق الاستثمار المصرية فى تعبئة المدخرات[١]

مسلسل	اسم الصندوق	إجمالى القيمة الاسمية للوثائق المكتتب فيها بالمليون جنيه
١	البنك الأهلي المصرى الأول	٢٠٠
٢	البنك الأهلي المصرى الثاني	٣٠٠
٣	بنك مصر الاول	٥٠٠
٤	بنك مصر الثاني	٣٠٠
٥	بنك القاهرة	٢٠٠
٦	الدلتا للاستثمار	٥٠
٧	بنك أمريكان اكسبريس الاول	٣٠٠
٨	بنك أمريكان اكسبريس الثاني	١٦٠
٩	البنك المصرى الخليجي	١٠٠
١٠	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الاول	١٠٠
١١	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثاني	٢٠٠
١٢	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثالث	٥٠
١٣	البنك المصرى لتنمية الصادرات	١٠٠
١٤	شركة اورينت ترست لصناديق الاستثمار	٥٠
١٥	بنك الإسكندرية الاول	٢٠٠
١٦	البنك المصرى الأمريكي الاول	٣٠٠
١٧	المستثمرون المتحدون للتامين الاول	١٠٠
١٨	بنك قناة السويس	١٠٠
١٩	بنك مصر اكستريور الاول	١٠٠
٢٠	بنك مصر الدولي	٢٨٠
٢١	مصر ايران	١٠٠
	الإجمالي	٣٧٩٠

(١) التقرير السنوى للبنك المركزى المصري

أى أن هذه الصناديق استطاعت أن تقوم بتعبئة (٣٧٩٠) مليون جنيه مصرى كمدخرات .

٢- دورها فى تمويل الاستثمارات :

يتعين على صناديق الاستثمار أن تقوم باستثمار تلك الأموال التى تم تجميعها نتيجة بيع وثائق الاستثمار التى تم طرحها والاكتتاب فيها من قبل المساهمين فى تلك الصناديق وذلك فى مجال المتاجرة فى الأوراق المالية ، أى توجيه هذه المدخرات ألى سوق الأوراق المالية وذلك بتكوين محفظة من الأوراق المالية تأخذ فى الحسبان تلك الاعتبارات التى سبق ذكرها بالنسبة للسياسة الاستثمارية لتلك الصناديق .

وعلى سبيل المثال إذا استعرضنا محفظة صندوقى استثمار البنك الأهلى نجدها كما يلى[1]:

أ) محفظة صندوق البنك الأهلى المصرى الاول"عائد تراكمى "

نوع الاستثمار	النسبة
اسهم	٥٩%
سندات	١٦%
وثائق استثمار لدى البنوك	١٠%
ودائع بنكية	٨%
أخرى	٧%

ب) محفظة صندوق البنك الأهلى المصرى الثانى " عائد دورى و نمو رأسمالى "

نوع الاستثمار	النسبة
أسهم	٥٠%
سندات	٢٧%
وثائق استثمار لدى البنوك	١١%
أذون خزانة	٨%
أخري	٤%

(١) البنك الأهلى المصرى – وقد أخذت محفظة استثمار البنك الأهلى كمثال حيث أن محافظ استثمار الصناديق الأخرى لا تختلف كثيراً عن تلك المحفظة .

يلاحظ في المحفظتين السابقتين ما يلي :

أ) تتسم محفظتي استثمار صندوقي البنك الاهلي المصري بمراعاة الهدف الأساسي لكل صندوق من حيث تزيد نسبة الاستثمار في الأسهم في محفظة الصندوق الاول التراكمي مقارنة بالصندوق الثاني نظرا لاعتبارات السيولة المطلوب تحقيقها لمقابلة التوزيعات المقررة في الصندوق الثاني مما يستدعي ضرورة وجود نسبة معقولة من الاستثمارات في السندات وأذون الخزانة والودائع .

ب) تتغير الأهمية النسبية لمكونات المحفظة بصفة دائمة وفقا لظروف السوق وصعود الأسهم أو هبوطها حيث يزيد الإقبال على شراء الأسهم في بداية مواسم الصعود ويتم انتقاء الأسهم المشتركة لاختيار أفضلها في ضوء تحليل مالي دقيق لهذه الشركات ودراسة موضوعية لتطور ربحيتها تاريخيا ومستقبليا ويتم مراعاة تقييم الأسهم باستخدام عدة طرق مثل مضاعف الربحية ومضاعف القيمة الدفترية والتدفقات النقدية المخصومة .

ج) يراعى في الاختيار تنويع قطاعات الاستثمار ونسب التركيز في كل منها وفقا لمدى الأهمية الحيوية لكل قطاع مع مراعاة حجم التداول على هذه الأسهم ومدى سهولة تسلسلها وعوائدها ونسب النمو المتوقعة في أرباحها .

ثانيا: دورصناديق الاستثمارالمصرية في تطوير سوق الأوراق المالية :

يلاحظ من محفظتي صندوقي البنك الأهلي السابقتين أن النسبة الكبرى من استثمارات كل صندوق توجه للاستثمار في الأسهم والسندات

- وهكذا الحال بالنسبة لباقى الصناديق - أى توجه إلى سوق الأوراق المالية مما عمل على زيادة حجم التعامل فى تلك السوق وبالتالى تطور حركة تداول الأوراق المالية كذلك ارتفعت مؤشرات سوق الأسهم والسندات وفيما يلى الإحصائيات التى توضح ذلك .

١) بالنسبة لإجمالى حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية :

زاد حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية بالبيع والشراء نتيجة وجود صناديق الاستثمار وممارسة نشاطها منذ سنة ١٩٩٤ والى الآن وذلك ككمية وقيمة سوقية داخل وخارج المقصورة بالجنيه وبالدولار ، والجدول التالى يوضح أجمالى حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية فى الفترة من ٩٤- ٩٩[1].

جدول رقم (٣) إجمالى حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية فى الفترة من ٩٤-٩٩[2]

السنة		الأسهم "القيمة السوقية بالمليون"			السندات "القيمة السوقية بالمليون"			اجمالى حجم التعامل		
		الكمية بالألف ورقة	داخل المقصورة	خارج المقصورة	الكمية بالألف ورقة	داخل المقصورة	خارج المقصورة	الكمية بالألف ورقة	داخل المقصورة	خارج المقصورة
٩٤	جنيه	٢٨٣٥٧	٤٣٥	٧٢٤	١٤٥٠	١	-	٢٩٨٠٧	٤٣٦	٦٢٥
	دولار	٥٣٨٩	٧٧	٣٢	١٧٥٥	٢	١	٧١٤٤	٧٩	٣٣
٩٥	جنيه	٥١١٤٦	١٣٦٨	١٢٣٢	٦٦٤	٢	-	٥١٨١٠	١٣٧٠	١٢٣٢
	دولار	٣٨١٥	٦٢	٤٨	٣٧٤	١	-	٤١٨٩	٦٣	٤٨
٩٦	جنيه	١٠٨٠٤٦	٣٤٥٥	١١٥١	٣٧٧١	٤٣٨	-	١١١٨١٧	٣٨٩٣	١١٥١
	دولار	٢٢٤٥٩	٨٣	٩٨	١٠٣٢	١	-	٢٣٤٩١	٨٤	٩٨
٩٧	جنيه	٢٦٨٤٥٣	١٥٤٩٤	٢٥٠٠	١٥٦٩٤	١٥٩	٨٢	٢٨٤١٤٧	١٥٦٥٣	٢٥٨٢
	دولار	١٢٢٦٦	٢٩١	١٠٤	١٤٣٦	٠١	١٧	١٣٧٠٢	٢٩٢	١٢١
١٩٩٨	جنيه	٣٨٨٧٨٨	١٧٢٤٠	٣١٧٥	٥١٠٦٣٤٠	٧٨	٨	٥٤٩٥١٢٨	١٨٠٢٠	٣١٨٣
	دولار	١٠٤٨٣	٩٩	١٣٥	٧٥٦٤٠٥	١	-	٧٦٦٨٨٨	١٠٠	١٣٥
١٩٩٩	جنيه	٧٤٥٥٦٧	٢٣١٧٤	٥٠٠٠	١٨٥٢٧٢٧	١٦٥٦	١٥٧	٢٦٠٢٠٣٩	٢٤٨٣٤	٥١٥٧
	دولار	١٤٣٤٦	٣٢	٢٩٩	-	-	-	١٦٠٧٤	٣٢	٢٢٩

(١) البيانات تبدأ من سنة ١٩٩٤ وهو العام الذى شهد ميلاد صناديق الاستثمار المصرية .

(٢) بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية " هذه الأرقام تشمل البورصتين معا "

يتضح من بيانات الجدول السابق ما يلى :

أن حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية سواء بالنسبة للأسهم والسندات قد زاد فى الفترة من ١٩٩٤-١٩٩٩ وهى الفترة التى شهدت ظهور صناديق الاستثمار فى مصر فقد كانت كمية الأوراق المالية المتداولة فى هذا السوق (اسهم و سندات) ٢٩,٨ مليون ورقة سنة ٩٤ أصبحت ٥١,٨ مليون ورقة سنة ٩٥ ثم زادت إلى ١١١,٨ مليون ورقة سنة ٩٦ ووصلت إلى ٢٨٤,١ مليون ورقة سنة ٩٧، ٥,٥ مليار ورقة سنة ٩٨ ، ٢٦ مليار ورقة سنة ٩٩ وذلك بالنسبة للأوراق من فئة الجنيه المصرى . أما بالنسبة للأوراق بالدولار الأمريكى فإن الأمر قد اختلف فقد تذبذب حجم هذه الأوراق المتداولة فى سوق الأوراق المالية بين الانخفاض والارتفاع خلال نفس الفترة فقد كان حجم هذه الأوراق المتداولة ٧,١ مليون ورقة سنة ٩٤ انخفض إلى ٤,٢ مليون ورقة سنة ٩٥ ثم ارتفع إلى ٢٣,٥ مليون ورقة سنة ٩٦ ثم انخفض ألى ١٣,٧ مليون ورقة سنة ٩٧ ثم عاد للارتفاع سنة ٩٨ ليصل ألى ٧٦,٧ مليون ورقة ثم انخفض مرة أخرى سنة ٩٩ ليصل إلى ١٦,١ مليون ورقة.

هذا بالنسبة لكمية الأوراق المتداولة أما عن قيمتها السوقية فقد تطورت هذه القيمة بالنسبة للأوراق بالعملة المصرية خلال الفترة من ٩٤-٩٩ فبعد أن كانت ١١٦١ مليون جنيه سنة ٩٤ أصبحت ٢٦٠٢ مليون سنة ٩٥ ثم ٥٠٤٤ مليون سنة ٩٦ ثم ١٨٢٣٥ مليون سنة ٩٧ ووصلت ألى ٢١٢٠٣ مليون سنة ٩٨ و ٢٩٩٩١ مليون جنيه سنة ٩٩ ، أما بالنسبة للأوراق بالدولار الأمريكى فقد اختلفت القيمة السوقية لتلك الأوراق المتداولة فى سوق الأوراق المالية خلال الفترة من ٩٤- ٩٩ فبعد أن كانت ١١٢ مليون دولار سنة ٩٤ أصبحت ١١١ مليون سنة ٩٥

ثم ١٨٢ مليون سنة ٩٦ ثم ٤١٣ مليون سنة ٩٧ ثم ٢٣٥ مليون سنة ٩٨ و ٢٦١ مليون دولار سنة ٩٩ .

أما إذا قارنا هذه الأرقام بمثيلها فى فترة ما قبل ظهور صـناديق الاستثمار المصرية أى فى الفترة من ٩١- ٩٣ نجدها كما هى موضحة فى الجدول التالى .

جدول رقم (٤) إجمالى حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية فى الفترة من ٩١- ٩٣[١]

السنـــة		الأسهم		السندات		الاجمالي	
		الكمية بالألف	القيمة السوقية بالألف	الكمية بالألف	القيمة السوقية بالألف	الكمية بالألف	القيمة السوقية بالألف
١٩٩١	بالجنيه	١٥٧٦١	١٤٥٦٢٤	٣٤٢٥	٢٩١٧	١٩١٨٦	١٤٨٥٤١
	بالدولار	٣ر٩٠٨٠	٦٣٤٩١	٢٦٩٢	٢٦٥٨	٣ر ١١٧٧٢	٩٥٦٦١
٩٢	بالجنيه	٩٣٥٧	٩٣٧٩٣	٢٥٢٨	١٨٦٨	١١٨٨٥	٩٥٦٦١
	بالدولار	٤٧١٤	٥٤٤٣٦	١١٢٧١	١٢٥٠١	١٥٩٨٥	٦٦٩٣٧
٩٣	بالجنيه	١٢٧٩٣	٢٨٢٧٦٣	١٢٦٦	٦٣١	١٤٠٥٩	٢٨٣٣٩٤
	بالدولار	٨٧٢١	٦٢٣٠٩	٧٩٤١	٧٧٤٥	١٦٦٦٢	٧٠٠٥٤

يتضح من بيانات الجدول السابق أن إجمالى حجـم التعامـل فـى الأوراق المالية (الأسهم والسندات) بسوق الأوراق المالية فى الفترة من ٩١- ٩٣ وهى فترة ما قبل بداية ممارسة صناديق الاستثمار المصـرية لنشاطها كالآتى :

اختلفت كمية هذه الأوراق بالجنيه المصرى فبعد أن كانـت ١٩,٢ مليون ورقة سنة ٩١ انخفضت إلى ١١,٩ مليون ورقـة سـنة٩٢ ثـم ارتفعت إلى ١٤,١ مليون ورقة سنة ٩٣ أما عـن كميـة هـذه الأوراق

(١) بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية * هذه الأرقام تشمل البورصتين معا *

بالدولار الأمريكى فقد كانت ١١,٨ مليون ورقة سنة ٩١ ارتفعت إلى ١٥,٩ مليون ورقة سنة ٩٢ ثم ألى ١٦,٧ مليون ورقة سنة ١٩٩٣ .

هذا بالنسبة للكمية أما أن القيمة السوقية لتلك الأوراق فقد انخفضت القيمة السوقية للأوراق بالعملة المصرية من ١٤٨,٥ مليون جنيه سنة ٩١ إلى ٩٥,٧ مليون جنيه سنة ٩٢ ثم زادت إلى ٢٨٣,٤ مليون جنيه وعن القيمة السوقية للأوراق بالدولار الأمريكى فقد كانت ٦٦,١ مليون سنة ٩١ وصلت إلى ٦٦,٩ مليون دولار سنة ٩٢ ثم إلى ٧٠,١ مليون دولار سنة ٩٣ .

وبتجميع الفترتين السابقتين من ٩١- ٩٣ ، ٩٤- ٩٩ نحصل على إجمالى حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية بالنسبة للأسهم والسندات فى بورصتى القاهرة والإسكندرية بالعملتين المصرية والدولار خلال الفترة من ٩١- ٩٢ وذلك لتوضيح الفرق بين الفترتين ما قبل وبعد صناديق الاستثمار وذلك فى الجدول التالى :

جدول رقم (٥) إجمالى حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية فى الفترة من ٩١- ٩٩[1]

السنة		الكمية بالألف		القيمة بالألف	
١٩٩١	بالجنيه	١٩١ ٨٦	٣٠٩٥ ٨,٣	١٤٨٥ ٤١	٢١٤٦ ٩٠
	بالدولار	١١٧ ٧٢ ٣		٦٦١٤ ٩	
١٩٩٢	بالجنيه	١١ ٨٥	٢٧٨٧ ٠	٩٥٦٦ ١	٦١٦٢٥ ٩٨
	بالدولار	١٥٩ ٨٥		٦٦٩٣ ٧	
١٩	بالجنيه	١٤٠ ٥٩	٣٠٧.٢ ٩	٢٨٣٣ ٩٤	٣٥٣٤ .٤٨

السنة		الكمية بالألف		القيمة بالألف	
١٩٩٦	بالجنيه	١١١٨ ١٧	١٣٥٣ ٠٨	٥٠٤٤٠ ٠٠	٥٢٢٦٠ ٠٠
	بالدولار	٢٣٤٩ ١		١٨٢٠٠ ٠	
١٩٩٧	بالجنيه	٢٨٤١ ٤٧	٢٩٧٨ ٤٩	١٨٢٣٥ ٠٠٠	١٨٦٤٨ ٠٠٠
	بالدولار	١٣٧٠ ٢		٤١٣٠٠ ٠	
١٩٩٨	بالجنيه	٥٤٩٥ ١٢٨	٦٢٦٢ ٠١٦	٢١٢٠٣ ٠٠٠	٢٠١٤٣٨ ٠٠٠

---

(١) بيانات مجمعة من الجدولين (٣) ، (٤) السابقين.

	بالدولار	١٦٦ .٦٢	-	٧٠٠٥٤			بالدولار	٧٦٦٨٨٨		٢٣٥٠٠٠	
١٩٩٤	بالجنيه	٢٩٨٠٧	٣٦٩٥١	١١٦١٠٠٠	١٢٧٣٠٠٠	١٩٩٩	بالجنيه	٢٦٠٢٠٣٩	٢٦١٨١١٣	٢٩٩٩١٠٠٠	٣٠٢٥٢٠٠٠
	بالدولار	٧١٤٤		١١٢٠٠٠			بالدولار	١٦٠٧٤		٢٦١٠٠٠	
١٩٩٥	بالجنيه	٥١٨١٠	٥٥٩٩٩	٢٦٠٢٠٠٠	٢٧١٣٠٠٠						
	بالدولار	٤١٨٩		١١١٠٠٠							

يتضح من بيانات الجدول السابق أن كمية الأوراق المالية " الأسهم والسندات " المتداولة فى سوق الأوراق المالية " بورصتى القاهرة و الإسكندرية " بالعملتين " الجنيه والدولار " خلال الفترة من ٩١ – ٩٩ كالآتى :

بالنسبة لكمية الأوراق :

كانت هذه الكمية ٣٠,٩ مليون ورقة سنة ١٩٩١ انخفضت إلى ٢٧,٨ مليون ورقة سنة ١٩٩٢ ثم ارتفعت إلى ٣٠,٧ مليون ورقة سنة ١٩٩٣ ، ٣٦,٩ مليون ورقة سنة ١٩٩٤ وتوالت ارتفاعاتها منذ ذلك العام لتصل إلى ٥٥ر٩ مليون ورقة سنة ١٩٩٥ و ١٣ر٣ مليون ورقة سنة ١٩٩٦ و٢٩٧ر٨ مليون ورقة سنة ١٩٩٧ و٦ر٣ مليون ورقة سنة ١٩٩٨ ثم انخفضت إلى ٢ر٦ مليار ورقة سنة ١٩٩٩ ٠

أما عن القيمة السوقية فقد كانت :

٢١٤ر٧ مليون سنة ١٩٩١ انخفضت إلى ١٦٢ر٦ مليون سنة ١٩٩٢ ثم ارتفعت إلى ٣٥٣ر٤ مليون سنة ١٩٩٣ ولكنها منذ ١٩٩٤ واصلت ارتفاعا مستمرا وعاليا لتصل إلى ١ر٣ مليار سنة ١٩٩٤ ، ٢ر٧ مليار سنة ١٩٩٥ و٥ر٢ مليار سنة ١٩٩٦ ، ١٨ر٦ مليار سنة ١٩٩٧ ، ٢١ر٤ مليار سنة ١٩٩٨ ، ٣٠ر٢ مليار ١٩٩٩ ٠

وهذا يعنى أن :

سوق الأوراق المالية قد عان من حالة كساد بالنسبة لحجم الأوراق المتداولة فيه وقد كانت هذه المعاناة بالتحديد سنة ١٩٩٢ أعقبها نشاط بسيط سنة ٩٣ أتضح فى زيادة بسيطة فى كمية الأوراق المتداولة ولكن منذ سنة ٩٤ حدثت طفرة فى كمية هذه الأوراق وذلك نتيجة ظهور صناديق الاستثمار المصرية وممارستها لنشاطها فقد زادت كمية هذه الأوراق زيادة كبيرة حتى وصلت إلى أكثر من ٦ مليار ورقة متداولة ، سوق الأوراق المالية وكان ذلك سنة ٩٨ ثم حدث انخفاض فى كمية هذه الأوراق سنة ٩٩ لتصل إلى حوالى ٥ر٢ مليار ورقة متداولة .

كذلك الحال بالنسبة للقيمة السوقية لتلك الأوراق فقد سارت بنفس معدل كميتها أى كساد فى سنة ١٩٩٢ ثم نهوض بسيط سنة ٩٣ ولكنها توالت ارتفاعاتها منذ سنة ٩٤ وحتى سنة ٩٩ دون هبوط بالرغم من انخفاض كمية تلك الأوراق سنة ٩٩ وهذا يعنى أنه فى ذلك العام ١٩٩١ بالرغم من انخفاض كمية الأوراق المتداولة إلا أن القيمة السوقية لها ارتفعت مما يعنى أن القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة فى ذلك العام حدث لها طفرة غير حقيقية " ارتفاع مفاجئ فى أسعار الأسهم والسندات لا ينم عن استثمار أو مضاربة حقيقية[1].

---

(١) السبب فى ذلك يرجع إلى: وجود ما يسمى بجينرالات البورصة وهم مجموعة من السماسرة تتحكم فى عرض وطلب الأوراق المالية لتحقيق مصالح شخصية مما يولد نوع من الاحتكار لبعض الأوراق المالية أو كلها لصالح هؤلاء السماسرة " ويساق هؤلاء الجينرالات فى تحقيق أهدافهم الغير مشروعة ما يسمى بسوق القطيع " أى إتباع باقى المستثمرين المتعاملين فى البورصة لهؤلاء الجينرالات دون تفكير فى الأسباب المؤدية لذلك " والسبب فى ذلك هو وجود الإشاعات التى يتم ترويجها داخل السوق .
=وقد نتج على ذلك أن صناديق الاستثمار أصبح دورها يقتصر على المتاجرة فى الأوراق المالية الموجودة للاستفادة من فروق الأسعار العالية لتحقيق أرباح ولم تهتم بإصدار وثائق جديدة مما عمل

بالنسبة لحركة تداول الأوراق المالية :

إن الزيادة فى حجم التعامل في سوق الأوراق المالية فى الفترة الأخيرة والناتج عن وجود صناديق الاستثمار وممارستها لنشاطها فى هذا السوق عمل على تطور حركة تداول تلك الأوراق داخل السوق •

والجدول التالى يوضح تطور حركة تداول الأوراق المالية داخل السوق فى الفترة من ٩٩/٩٠ أى ما قبل وبعد ظهور صناديق الاستثمار وذلك لتوضيح دور صناديق الاستثمار فى حركة تداول الأوراق المالية.

جدول رقم (٦) تطور حركة تداول الأوراق المالية داخل سوق الأوراق المالية

فى الفترة من ١٩٩٠/١٩٩٩[1]

السنة	إجمالى حجم	التداول	إجمالى عدد العمليات بالألف
	مليون جنيه	%	
١٩٩٠	٦٤٣	٨٢٫٢	٧٫١
١٩٩١	٨٠٦	١٢٨٫٣	٩٫١
١٩٩٢	١١٣٩	٢٢٢٫٧	١١٫١
١٩٩٣	٥٦٨	٦٠٫٩	١١٫٩
١٩٩٤	١٥٣٦	٤٢٥٫١	٢٣
١٩٩٥	٢٩٧٦	٧٤٣٫١	٣٥٤
١٩٩٦	٥٦٦٢	١٥٠٤	٤٨٢
١٩٩٧	١٩٦٣٧	٥٤٦٢٫٩	٢٧١٧
١٩٩٨	٢٢٠٠٠	٦١٣٢٫٣	٩٢٧
١٩٩٩	٣٠٨٧٨	٨٦٤٧٫٣	٧٦٢

يتضح من بيانات الجدول السابق أن :

حركة تداول الأوراق المالية قد حدث لها تطور منذ عام ٩٤ حتى سنة ٩٩ وذلك نتيجة ممارسة صناديق الاستثمار المصرية لنشاطها

على زيادة حجم التداول على الأوراق المالية فى السوق وبالتالى زيادة الطلب عليها دون أن تحدث زيادة فى الكمية مما أدى إلى زيادة أسعار تلك الأوراق بدرجة مغالى فيها .

(١) الهيئة العامة لسوق المال •

والدليل على ذلك أن إجمالى حجم التداول بالنسبة للأوراق المالية كان ٦٤٣ مليون جنيه سنة ٩٠ ثم أرتفع إلى ٨٠٦ مليون سنة ٩١ و ١١٣٩ مليون سنة ٩٢ ولكن أنخفض إلى ٥٦٨ مليون سنة ٩٣ ولكن بعد ظهور صناديق الاستثمار قفز حجم تداول الأوراق المالية إلى ١٥٣٦ مليون جنيه سنة ٩٤ ، ٢٩٧٦ مليون سنة ٩٥ ، ١٩٦٣٧ مليون سنة ٩٧ ، ٣٠٨٧٨ مليون سنة ١٩٩٩ وهذا يعنى أن وجود صناديق الاستثمار المصرية وممارستها لنشاطها عمل على تنشيط سوق الأوراق المالية أيضا قد زاد عدد العمليات داخل السوق من ١ر٧ ألف عملية سنة ٩٠ إلى ٢٣ ألف عملية ٩٤ ثم إلى ٢٧١٧ عملية سنة ٩٧ ولكن إنخفض فى عامى ٩٨، ٩٩ إلى ٩٢٧ ألف عملية ، ٧٦٢ ألف عملية على التوالى وهذا يعنى أن عدد العمليات قد أنخفض فى الفترة الأخيرة نتيجة عدم إصدار أوراق مالية جديدة والاقتصار على تداول الأوراق الموجودة بالسوق مما زاد من حجم تداول هذه الأوراق وهذا يؤكد ما سبق قوله من أن صناديق الاستثمار خرجت عن مسارها الحقيقى فى الأعوام الأخيرة وأصبح نشاطها يتمثل فى المضاربة فى الأوراق المالية الموجودة بالسوق دون استحداث أوراق جديدة تعمل على إنشاء استثمارات حقيقية مما عمل على ارتفاع أسعار هذه الأوراق " ارتفاع القييم السوقية عن القييم الإسمية " بنسبة كبيرة دون أى مبرر اقتصادى لذلك .

٣- بالنسبة لمؤشر سوق الأسهم والسندات :

إن انتعاش سوق الأوراق المالية وزيادة حجم التداول داخل هذا السوق لا بد أن يعمل على زيادة عدد الشركات العاملة فى السوق لكى تواكب حركة التطور الحادثة فى هذا المجال.

والجدول التالى يوضح زيادة عدد الشركات العاملـة فـى مجـال الأوراق المالية وحجم تداول الأوراق من خلالها وذلك خلال الفترة مـن ٩٤- ٩٩ " بداية ظهور صناديق الاستثمار "

جدول رقم (٧) مؤشرات سوق الأسهم والسندات[١]

البيان	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩
عدد الشركات المقيدة	٧٠٠	٧٤٦	٦٤٦	٦٥٠	٨٦١	٣
عدد الشركات المتداول أوراقها	١٤٤٨٠	٢٧٤٢٠	٤٨٠٨٦	٧٠٨٧٣	٨٣[illegible]٤٠	١١٢٣٣١
قيمة التداول للأوراق المالية المقيدة " مليون جنيه "	٢٥٥٧	٣٨٤٩	١٠٩٦٨	٢٤٢٢٠	٢٣٣٦٣	-
السندات والأسهم المقيدة	١٢١٤	٢٢٩٤	٨٧٦٩	٢٠٢٨٢	١٨٥٠٠	٣٥٨٢٤
السندات والأسهم غير المقيدة	١٣٤٣	١٥٥٥	٢١٩٨	٣٩٣٧	٤٨٦٣	-
حجم التداول للأوراق المالية المقيدة " مليون ورقة "	٥٩ر٨	٧٢ر٢	٢٠٧ر٧	٣٧٢ر٥	٥٧٠ر٨	-
السندات والأسهم المقيدة	٢٩ر٣	٤٣ر٧	١٧٠ر٤	٢٨٦ر٧	٤٤٠ر٣	٨٤٨ر٣
السندات والأسهم غير المقيدة	٣٠ر٥	٢٨ر٥	٣٧ر٣	٨٥ر٨	١٣٠ر٥	-

يتضح من بيانات الجدول السابق أن :

عدد الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية " وهى أحد القطاعات المالية غير المصرفية" يزيد سنة بعد أخـرى باسـتثناء عـامى ٩٦/٩٧ وتتضح هذه الزيادة بمقارنة عدد الشركات منذ سنة ١٩٩٠ وحتى سـنة ١٩٩٩[٢].

ولكن بالنسبة للشركات التى لها أوراق تتداول داخل السوق وعـددها يقل كثيرا عن تلك المقيدة بالسوق وهذا يعنى أن ليست كل شركة مقيـدة بالسوق تشارك مشاركة حقيقية تنشيطية حتى عدد هذه الشركات الأخيرة قد زاد أيضا منذ سنة ٩٤ باستثناء عام ٩٩ مما يعنـى انتعـاش حركـة

(١) الهيئة العامة لسوق المال .

(٢) انظر الجدول رقم (١٣) فى الباب الأول من هذه الدراسـة .

التداول الفعلية فى سوق الأوراق المالية ولكن انخفاض عدد هذه الشركات فى سنة ٩٩ من ٥٥١ شركة إلى ٥١٥ شركة يرجع إلى ما سبق قوله عن أنه خلال الفترة الأخيرة حدث ركود فى حركة صناديق الاستثمار من حيث انتعاشها الفعلى لسوق الأوراق المالية فحجم الأوراق المصدرة التى تقوم بإصدارها الشركات المتخصصة قد انخفض وأصبح التعامل فى سوق الأوراق المالية يجرى على الأوراق التى سبق إصدارها فى السنوات الماضية والموجودة بالفعل داخل السوق مما جعل الأسعار السوقية لتلك الأوراق ترتفع كثيراً عن أسعارها الاسمية أى أنه لا يوجد نشاط استثمارى جديد داخل سوق الأوراق المالية ٠ وبالتالى فإن عدد الشركات التى يتم من خلالها تداول تلك الأوراق قد أنخفض ٠

ثالثا : التقييم الحسابى لأداء صناديق الاستثمار المصرية :

يتم تقييم أداء صناديق الاستثمار بأكثر من طريقة وفيما يلى سوف نتناول طريقتين لتقييم أداء صناديق الاستثمار المصرية العاملة فى مصر :

الطريقة الأولى : مقارنة أداء الصناديق مجتمعة بأداء السوق :

يمكن إجراء تلك المقارنة لأداء الصناديق مجتمعة بالقياس إلى أداء السوق كما يمكن بنفس الطريقة مقارنة كل صندوق على حدى مع أداء السوق ويمكن إجراء تلك المقارنة بطريقتين هما :

١) استخدام الرقم القياسى للأسعار المتمثل فى المؤشر العام لهيئة

سوق المال[1] ومؤشر صناديق الاستثمار الذى يقوم بإعداده أحد البنوك " وليكن مؤشر البنك الأهلى المصرى[2].

٢)مقارنة معدلات نمو الصناديق بمعدلات النمو فى مؤشر سوق المال وتعتمد هذه الطريقة على مقارنة معدلات التغيير فى عوائد الصناديق فى فترات زمنية مختلفة (١٤ شهراً، ١٢ شهراً، ٦ أشهر، ٣ شهور ، شهر واحد) مع معدلات النمو فى المؤشر العام لسوق المال باستخدام نفس الأرقام التى تنشرها الجرائد أسبوعيا ٠ فعلى سبيل المثال وجدنا أن معدل العائد على بعض الصناديق العاملة فى مصر فى ١٩/١١/٢٠٠٠ كان كالآتى[3]:

---

(١) المؤشر العام لسوق رأس المال: هو مؤشر تعده وتنشره الهيئة العامة لسوق المال وبدأ العمل من ١/٢/١٩٩٢ وهو يعكس التغيرات فى أسعار جميع الأوراق المدرجة فى جداول بورصتى الأوراق المالية ، وقد مر هذا المؤشر بدورات متباينة من الارتفاع والانخفاض منذ بداية العمل به إلى الآن وبما أن محافظ جميع الصناديق تشتمل على نسبة كبيرة من الأسهم تتراوح بين ٣٠% ، ٩٠% على حسب نوع الصندوق من حيث العائد فإن جميع الصناديق تتأثر تأثراً بالغاً بالتحركات الكبيرة فى سوق الأوراق المالية سواء فى صعوده أو هبوطه ٠

(٢) أهم الأسس والمعايير التى تم الاستناد إليها لإعداد مؤشر البنك الأهلى المصرى هى :

أ- تم اختيار عينة تصل إلى ٧٤ سهم لشركات تغطى أكبر قدر ممكن من قطاعات النشاط المختلفة ويمثل حجم تداولها ما نسبة ٩٠% من إجمالى حجم التداول بالسوق ٠

ب- يتم اتخاذ أحد الأشهر فى العام كأساس عند مستوى ١٠٠ نقطة واحتساب حركة الأسعار اليومية لأسهم تلك الشركات بطريقة النقط كمؤشر يومى ٠

جـ- لا يتم الاعتماد على أسعار الأسهم فقط فى حساب المؤشر وانما يؤخذ فى الاعتبار عدد الأسهم مع حجم كل شركة فى السوق ٠

د- يؤخذ فى احتساب طريقة المؤشر الزيادة أو النقص فى عدد أسهم الشركات المصدرة

هـ- تضاف الشركات التى يتم عليها تداول فعال بالسوق مما يؤهلها للانضمام للعينة الممتازة كما يتم استبعاد الشركات التى لا يوجد عليها تداول أو يتم شطبها ٠

(٣) بيانات مجمعة من جريدة الأهرام " أعداد مختلفة "

اسم الصندوق	معدل العائد بالجنيه
صندوق استثمار البنك الأهلي الأول	٤٥ر٦٥
صندوق استثمار البنك الأهلي الثاني	٤٥ر٦٥
صندوق استثمار المستثمرين المتحدين للتأمين	١٩٢
صندوق استثمار الشركة المصرفية العربية الدولية الأول	٥٠
صندوق استثمار الشركة المصرفية العربية الدولية الثاني	٥ر٩٦
صندوق استثمار الشركة المصرفية العربية الدولية الثالث	٥ر١١
صندوق استثمار بنك مصر إيـــــران	١٠
صندوق استثمار بنك مصر الدولـــــــــي	٨ر٨٦

وبناء عليه فإنه يمكن القول بأن صـــندوق اســـتثمار المســـتثمرين المتحدين للتأمين هو أفضل الصناديق السابقة كما أن أداءه أفضل من أداء السوق يليه صندوق استثمار الشركة المصرية المصرفية العربية الدولية الثاني أما باقي الصناديق فبالرغم من اخـــتلاف ترتيبهـــا إلا أن أداؤهـــا جميعا أقل من أداء السوق.

ولكن هذه الطريقة لا تعتبر دقيقة في الحكم علـــى أداء الصـــناديق لأنها لا تأخذ في الاعتبار عمر الصندوق ، فقد يدخل الصندوق الســـوق ويباشر نشاطه في وقت يكون أداء السوق غير جيد مما ينعكس على أداء الصندوق نفسه ومما يؤكد صحة هذا القول أن مؤشر السوق يختلف أداؤه من فترة إلى أخرى ففي أول عامين من بداية العمل بهذا المؤشر أرتفـــع رقم المؤشر من ١٠٠ إلى ٢٠٠ نقطة[1]. وفي العام الثاني لهذه الفتـــرة أرتفع المؤشر إلى ٢٣٨ نقطة وفي نهاية نفس العام تراجع إلى ٨ر٢٠٢ نقطة وفي العام التالي لذلك أرتفع ٢٨٧ نقطة، وفي بدايـــة ســـنة ٢٠٠٠ شهد المؤشر ارتفاع بسيط قدره ٥ر٤ نقطة وفي منتصف العام نفسه حقق

(١) يعني هذا أن أسعار الأوراق المالية ارتفعت بنسبة ١٠٠%

انخفاض قدره ٨٪ نقطه ، ليس هذا فقط بل قد لوحظ فى الفترة الأخيرة سنة ٢٠٠١ أن هذا المؤشر يتغير يوميا بالارتفاع والانخفاض على حسب أداء السوق مما يصعب الحكم على أداء السوق وبالتالى يكون من غيــر الممكن الاعتماد على مؤشر السوق في الحكم على أداء الصناديق ٠

الطريقة الثانية: تقييم أداء الصناديق وفقا للعائد السنوى على الاستثمار لكل منهما :

وتعتبر هذه الطريقة من أفضل الطرق للتقييم لأنها تقيس أداء كــل صندوق وفق معيار محدد هو معدل الربح السنوى كما أن هذه الطريقــة تتلافى عيوب اختلاف أعمار الصناديق " حيث أن الصناديق لــم تبــدأ نشاطها فى تاريخ واحد " ومع ذلك فإن هذه الطريقة لا تخلو من العيوب لأن معدل العائد السنوى على وثيقة كل صندوق يتأثر تــأثيراً مباشــراً بتاريخ دخول الصندوق إلى السوق وحالة السوق فى ذلك التاريخ ، فعلى سبيل المثال أن الصناديق الأولى التى دخلت السوق شهدت فــى بدايــة عمرها سوقاً صاعداً ولكن لم تلبث حتى شهدت تراجعاً كبيراً أدى إلــى هبوط مؤشر الأسعار وكان لذلك تأثير سلبى على أداء الصناديق ومن ثم على معدلات العائد السنوى وحدث العكس بالنسبة للصناديق التى دخلت السوق فى سنة ١٩٩٦ حيث شهدت الأسعار صعوداً متواليــاً كــان لــه تأثيره الإيجابى على عوائد تلك الصناديق ، ولكن تعتبر هــذه الطريقــة أفضل من الطريقة السابقة فى تقييم أداء الصناديق ٠

وعلى أى حاله فإنه يتم حساب العائد السنوى لكل صندوق وفــق هذه الطريقة باستخدام المعادلة الآتية :

العائد السنوى على الاستثمار = (قيمة الاستثمار فى نهاية المدة – قيمة الاستثمار فى بداية المدة) × ٣٦٥

قيمة الاستثمار فى بداية المدة ×

مدة الاستثمار باليوم

والجدول التالى يوضح معدل العائد السنوى لكل الصناديق العاملة فى مصر وفق المعادلة السابقة وذلك لتقييم أداء الصناديق :

جدول رقم (٨) تقييم أداء صناديق الاستثمار المصرية وفقا للعائد السنوى لكل منها[١]

م	اسم الصندوق	عمر الصندوق باليوم حتى ٣٠/٦/ ٢٠٠٠	القيمة الاسمية للوثيقة " قيمة الاستثمار فى بداية المدة	قيمة الاستثمار فى نهاية المدة	العائد السنوى على الاستثمار %
١	البنك الأهلى المصرى الأول	٢١٥٤	٥٠٠	٥٩٠ر٢٠	١ر٣
٢	البنك الأهلى المصرى الثانى	١٧٢٧	١٠٠	٦٢ر٠	-١ر٨
٣	بنك مصر الأول	١٩٧٤	١٠٠	٨٨ر٩٢	-١ر٢
٤	بنك مصر الثانى	١٧٤٣	٦٦ر٦٧	٥٦ر٦١	-٢ر٣
٥	بنك القاهرة	١٦٨٤	١٠٠	١٧٥ر٣٢	١٦ر٣
٦	بنك أمريكان أكسبريس الأول	١١٨٤	١٠٠	٨١ر٣٧	-٦ر
٧	البنك المصرى الخليجى	١١٥٥	١٠٠	٨٢ر١٢	-٦ ر٥
٨	بنك الشركة المصرفية العربية الأول	١٤٨٧	٥٠٠	٦٦١ر٦٨	٩ر٧
٩	بنك الشركة	٩٨٨	١٠٠	٩٧ر١٨	- ١

(١) تم الاستعانة بالمجلة الاقتصادية للبورصة فى حساب بعض البيانات الواردة بالجدول .

	المصرفية العربية الثانـــــي				
١٠	البنك المصرى لتنمية الصادرات	١٣٥٨	١٠٠	٧٨ر١٤	- ٥ر٨
١١	بنك الإسكندرية الأول	٢٠٣٤	١٠٠	٩٨ر٣١	- ٣ر
١٢	البنك المصرى الأمريكي الأول	٢٠٧٥	١٠٠	٩٠ر١٧	٢-
١٣	المستثمرين المتحدون للتأمين الأول	١٧٦٩	٥٠٠	٢٨٥ر٨٧	- ٨ر٨
١٤	بنك قنـــاة السويس	١٣٠٠	٥٠٠	٢٦٠ر٥٢	- ١٣ر٤
١٥	بنك مصر اكستريور الأول	٩١٢	١٠٠٠	٨٤٩ر٣٨	- ٦
١٦	بنك مصر الدولـــــي	٨٤٩	١٠٠	٦٨ر٩٠	- ١٣ر٤
١٧	بنك الشركة المصرفية العربية الثالث	٤٩٣	١٠٠	١٠٠ر٤٤	٣ر
١٨	مصر إيـــــــران	٦٨٩	١٠٠	٩٣ر٠٦	١١ر٣
١٩	بنك أمريكان أكسبريس الثاني	٣٧٣	١٠٠٠	١١١٥ر٦٣	١١ر٣
٢٠	الدلتا للاستثمار	١٤٢١	١٠٠	١٠٧ر٢٥	٢
٢١	شركة أورينت ترست لصناديق الاستثمار	١٢٤٧	١٠٠٠	١٠٥١ر٣٨	١ر٥

تم حساب عمر الصندوق مـــن بدايـــة ممارســـة نشـــاطه حتـــى ٢٠٠٠/٦/٣٠ باليوم وعلى ذلك فإن القيمة الاسمية للوثيقة تعتبـــر هـــى قيمة الاستثمار فى بـــداية المدة وقيمة الوثيقة فى ٢٠٠٠/٦/٣٠ هى قيمة الاستثمار فى نهاية المدة وتم حساب العائد السنوى على الاستثمار طبقـــا للمعادلة السابقة وكانت نتائجه كما هى مبينه فى الجدول ٠

وبناءا عليه فإنه طبقا لهذه الطريقة يتم ترتيب الصناديق وفقا للعائد الذى حققته للاستثمار ترتيبا تنازليا كما يلـــــى :

١) بنك القاهرة (٣ر١٦%)

٢) بنك أمريكان أكسبريس الثانى (٣ر١١%)

٣) بنك الشركة المصرفية العربية الأول (٩ر٧%) ٠

٤) البنك الأهلى المصرى الأول (١ر٣%) ٠

٥) الدلتا للاستثمار (٢%) .

٦) شركة أورينت ترست لصناديق الاستثمار (٥ر١%).

٧) بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثالث (٣ر%)

أما باقى صناديق الاستثمار فقد حققت عائد سنوى على الاستثمار بالسالب وكان ترتيبها تنازليا أيضا كالتالى:

١- بنك الإسكندرية الأول (- ٣ر%) .
٢- بنك أمريكان أكسبريس الأول (- ٦ر%).
٣- بنك الشركة المصرفية العربية الثانى (- ١%)
٤- البنك المصرى الأمريكى (-٢%)
٥- بنك مصر الأول (-١ر٢%) .
٦- بنك مصر الثانى (-٢ ر٣%) .
٧- مصر إيران (-٧ ر٣%) .
٨- البنك المصرى الخليجى (-٦ر٥%).
٩- البنك الأهلى لتنمية الصادرات (- ٨ ر٥%).
١٠- بنك مصر أكستريور الأول (-٦%).
١١ - بنك الأهلى المصرى الثانى (-١ ر٨ %)
١٢ - المستثمرون المتحدون للتأمين الأول (- ٨ ر٨%)
١٣ - بنك قناة السويس (- ٤ر١٣%) .
١٤ - بنك مصر الدولى (- ٤ر ١٣%) .

أى أنه مع الأخذ فى الاعتبار تاريخ دخول الصناديق إلى السوق ، أفضل الصناديق التى حققت عائداً سنوياً على استثماراتها هو

صنـــدوق بنـــك القاهرة ووصل هذا العائد إلى (٣ر١٦%) وهو عائد لا بأس به بالرغم من الظروف الصعبة التى تعانى منهـــا ســـوق الأوراق المالية فى هذه الفترة سنة ٢٠٠٠ وبالرغم من ذلك فإن هـــذه الطـــرق " الأولى والثانية " يعاب عليها أنها لا تأخذ فى الاعتبـــار تـــأثير دخـــول وخروج أموال جديدة فى المحافظ لذلك فهناك طرق للتقييم أكثر تعقيـــدا وتأخذ فى اعتبارها تأثير دخول وخروج الأصول إلى المحـــافظ ولكنهـــا تحتاج إلى درجات من الإفصاح والمعلومـــات لا تتـــوافر فـــى الســـوق المصرى[1].

(١) هذه الطرق الأخرى لقياس أداء الصناديق سبق ذكرها فى الفصل الأول من هذا الباب .

الفصل الثالث

دور صناديق الاستثمار فى رفع كفاءة تخصيص الموارد المالية

أما عن دور صناديق الاستثمار فى رفع كفاءة تخصيص الموارد المالية فقد وجدنا أن صناديق الاستثمار هى أحد المؤسسات المالية التى تعمل فى مجال سوق الأوراق المالية ، أى أنها ضمن الوسطاء الماليين اللذين يقومون بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وذلك مقابل تكلفة تتحملها الصناديق تعرف بتكلفة الوساطة المالية والتى تعكس كفاءة تخصيص الموارد والسؤال الآن :-

هل لصناديق الاستثمار دور فى رفع كفاءة تخصيص الموارد المالية أم لا ؟

بتعبير آخر هل تكلفة الوساطة المالية التى تتحملها الصناديق مقابل عملها كانت أقل من تكلفة الوسطاء الماليين الموجودين فى سوق الأوراق المالية ؟

من خلال العرض السابق يتضح لنا أنه بتطبيق معايير كفاءة التخصيص على صناديق الاستثمار نجد الآتى :

١) أن حجم الودائع لدى البنوك يزيد سنة بعد أخرى حتى بعد وجود الصناديق أى أن البنوك هى القناة الهامة والرئيسية فى تعبئة المدخرات ويتضح ذلك من خلال استعراض حجم المدخرات التى قامت البنوك بتعبئتها ومقارنتها بحجم المدخرات التى قامت صناديق الاستثمار بتعبئتها فقد وجدنا أن حجم المدخرات التى قامت الصناديق بتعبئتها ضئيل جدا إذا ما قورن بتلك التى استطاعت البنوك تعبئتها ،

فقد أوضحت الدراسة أن حجم المدخرات التي قامت الصناديق بتعبئتها في الفترة من ١٩٩٤ / ٢٠٠٠ قدر بـ (٨ ر٣) مليار جنيه بينما استطاعت البنوك وحدها تعبئة ما قدره (٥ر٢٣) مليار جنيه عن نفس الفترة ، حتى هذا المبلغ الضئيل الذي قامت الصناديق بتعبئته لا يمثل موارد جديدة وإنما هي موارد " مدخرات " سبق تجميعها بواسطة البنوك وشركات التأمين فهم المتعاملون الوحيدون في السوق تقريباً وبالتالي فأن إجمالي المدخرات ما زال قاصرا عن تمويل الاستثمارات المطلوبة .

وعلى الجانب الآخر فإن الاستثمارات التي قامت بها صناديق الاستثمار لا تمثل استثمارات حقيقية حيث أقتصر دور هذه الصناديق على المتاجرة في الأوراق المالية في سوق التداول دون أن تحدث استثمارات جديدة تقوم بتمويلها .

٢) بالنسبة لسعر الفائدة الذي تعطيه البنوك كان مرتفع جدا مما جذب المزيد من المدخرات وبالتالي المزيد من المتعاملين في سوق المال بينما كان لصناديق الاستثمار دور هامشي في هذا المجال فبالرغم من نجاح تلك الصناديق في جذب عدد كبير من المدخرين في بداية عملها إلا أنه نظرا لظروف سوق الأوراق المالية وتعرض الكثير من الأوراق المالية المتداولة في البورصة إلى الهبوط - وعادة ما يكون مفاجئ - أدى ذلك إلى هروب الكثير من المتعاملين مع صناديق الاستثمار واللجوء إلى البنوك وشجعهم على ذلك ارتفاع سعر الفائدة .

٣) بالنسبة للمعيار الثالث وهو تكاليف التشغيل فقد وجدنا من خلال الدراسة العملية التي قمنا بها عن صناديق الاستثمار التي تمارس

عملها فى مصر أن هذه الصناديق تتميز بارتفاع التشـغيل فـالأجور وحدها أى أجور العاملين بهذه الصناديق تمتص قـدراً كبيـراً مـن التكاليف ومن الغريب أن ارتفاع الأجور لا يتم عن كفاءة الأداء بـل يرجع إلى وجود السماسرة التى تتقاضى عمولات باهظة بالإضـافة إلى أن من الشروط المعلنة لعمل الصناديق أنها توكل بإدارة الصندوق إلى ما يسمى بمدير الاستثمار والذى يتقاضى مبالغ كبيرة مقابل ذلك وقد سبق أن أوضحنا هذا الموضوع فى الباب الأول من هذه الدراسة

أما عن معايير كفاءة النظام المالى الذى تعمل فيه تلك الصناديق فقـد كان لها تأثير على عمل الصناديق فهناك تجاوزات كثيرة أفقدت سوق المال كفاءته ٠

فبالنسبة للمعلومات التى يجب أن تكون متوافرة فى هذا السوق وجدنا أنها غير موجودة وإذا وجدت تكون بمقابل أى يتم المتـاجرة بتلـك المعلومات ٠ كما أن عملية التقييم للأصول المالية " الأسهم والسندات " لم تكن حقيقية أى أنه وجد فرق كبير بين القيمة الاسـمية والقيمـة السوقية للسهم والسند وهذا الفرق لا يرجع إلى ربح حقيقى أو نشـاط حقيقى للشركة صاحبة السهم أو السند بل يرجع إلى كفاءة السماسـرة وإلى جينرالات البورصة اللذين يروجون الإشاعات التى تخدم الأسهم والسندات التى بحوزتهم أو التى يريدون شراءها ٠

وعن المعيار الثالث لسوق المال نجد أن سوق المال لـم يـوفر الغطاء التأمينى الكافى لتغطية المخاطر المستقبلية وغيـر المحتملـة فهناك صناديق كثيرة تعرضت للانهيار بل انهارت بالفعل وأغلقـت وتعرضت لخسائر كبيرة دون أن يقوم لها أى غطاء تأمينى ٠

وأخيرا فإن السوق المالى فى مصر لم يقم بالوظيفة الأساسية المنوط بها ولم يوفر الجو الملائم لعمل المؤسسات المالية الجديدة مثل صناديق الاستثمار •

وعلى ذلك يمكن القول إنه فى ظل الظروف التى عملت فيها صناديق الاستثمار المصرية وبالكيفية التى أديرت بها تلك الصناديق لم تحقق الهدف المرجو منها وهو رفع كفاءة تخصيص الموارد المالية وليس معنى ذلك أن فكرة إنشاء صناديق الاستثمار المصرية فكرة خاطئة أو أنها لا تلائم السوق المصرى بل على العكس فإن السوق المصرى " سوق الأوراق المالية " فى حاجة إلى وجود مثل هذه الصناديق ولكن يجب أن تدار بالكيفية التى حددت لها وأن يهيئ لها المناخ الملائم الذى تعمل فيه لكى تؤتى ثمارها المرجوة منها وتقوم بسد الفجوة بين الادخار والاستثمار ، وبذلك فنحن نأمل أن يعاد النظر فى هذه التجربة وتصحيح ما وجد بها من أخطاء لكى تحقق الهدف المرجو منها وهو تنشيط سوق الأوراق المالية الذى يعد عصب الحياة بالنسبة للاقتصاد القومى والذى يعمل على زيادة المدخرات وبالتالى توفير التمويل اللازم للاستثمارات •

ولذلك فسوف نقدم فى الصفحات القادمة نموذجاً لصندوق استثمار إسلامى مارس عمله وأثبت نجاحه فى بلد عربى إسلامى ويسبق عرض هذا النموذج دراسة التكييف الشرعى لصناديق الاستثمار لكى يكون الحكم النهائى على النموذج المقترح موافق الشريعة الإسلامية •

الخلاصـــة :

بعد استعراض تجربة صناديق الاستثمار المصرية وتقيمها من خلال ثلاثة جوانب مختلفة يتضح أن هذه الصناديق قد نجحت فى بدايتها فـــى اجتذاب عدد كبير من المدخرات نتيجة لتوفيرها أساليب استثمارية جديدة تلائم صغار وكبار المستثمرين وعلى الجانب الآخر فقـد قامـت تلـك الصناديق باستثمار هذه المدخرات المجمعة فى مجـال الأوراق الماليـة بالمضاربة فى الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية كمـا هـو محدد لها ، قد عمل ذلك على تنشط سوق الأوراق المالية وتحقيق الهدف الذى من أجله أنشأت تلك الصناديق ، ولكن لم يستمر الحال كبداية تلـك الصناديق فهناك عوامل كثيرة جعلت هذه الصناديق تخرج عـن العمـل المنوط بها وتفقدها دورها فى تنشيط سوق الأوراق المالية وتحقيق عائداً لمستثمريها.

وتنقسم هذه العوامل إلى نوعيـــن :

الأول يرجع إلى مشاكل فى سوق الأوراق الماليـــة .

الثانى يرجع إلى طريقة أداء صناديق الاستثمار .

بالنسبة للعامل الأول " مشاكل سوق الأوراق المالية :

يعانى سوق الأوراق المالية من عدة مشاكل من أهمها :

١) القدرة الاستيعابية لهذا السوق .

٢) الإفصاح وتوافر المعلومات

٣) عدم نجاح برنامج الخصخصة .

المشكلة الأولى :

أن سوق الأوراق المالية المصرية لا زالت سوقاً محدودة النشـــاط حتى بعد أن قامت من كبوتها ولا تحتمل إلا حجما مناسبا مـــن الأوراق المالية تطرح للبيع بالتدريج بحيث يتم توزيعها على مـــدار العـــام وفقـــا للطاقة الاستيعابية لتلك السوق ولكن ما حدث أنه فى خلال عاميين فقـــط تمَ الموافقة على إنشاء (١٢) صندوقاً برؤوس أمـــوال قـــدرها (١٩٥٠) مليون جنيه ثم تلاها إنشاء (٩) صناديق برؤوس أموال قدرها (١٣٤٠) مليون جنيه خلال ثلاث سنوات مما عمل على تدفق عـــدد هائـــل مـــن الأوراق المالية لسوق لا يستوعب هذا العدد ٠

المشكلة الثانية :

يتعين على الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية والتى تطرح أوراقها فى السوق أن تقدم على مسئوليتها للهيئة تقارير نصـــف ســـنوية عن نشاط ونتائج أعمالها متضمنة البيانات التى تفصح عن المركز المالى الصحيح لها وأن تخطر الهيئة بالقوائم الماليـــة وتقريـــر مجلـــس الإدارة ومراقب الحسابات قبل انعقاد الجمعية العمومية للشركة وأن تفصح فورا عن أى ظروف جوهرية تكون قد طرأت عليها وأن تنشر عنها ٠

وذلك لان المتعاملين فى سوق الأوراق المالية يعتمـــدون بدرجـــة كبيرة على جودة تلك البيانات والمعلومات التى تقدمها تلـــك الشـــركات وذلك لالتقاط الفرص الاستثمارية سواء بالنسبة للاكتتـــاب فـــى أســـهم الشركات تحت التأسيس أو تداول أسهم الشركات القائمة داخل السوق مما يجعل هناك سوقاً نشطاً وكفؤاً للأوراق المالية لا يستطيع أى مستثمر أو

مجموعة من المستثمرين التأثير على أسعار الأوراق المالية فيــه وذلــك بتوفير المعلومات الضرورية لكل مستثمر على حد ســواء فــى وقــت واحـــد .

ولكن فى الواقع العملى لا يحدث ذلك حيث يوجد من يــؤثر علــى الأسعار ويروج الإشاعات التى لا تتم من معلومات حقيقيــة بــل هــى معلومات مضللة الغرض منها تحقيق مصالح شخصية ومن أمثلة هؤلاء ما يسمون " بجينرالات البورصة " ووجود أمثال هذه الطبقة يرجع إلــى قصور فى قانون سوق المال وإلى عدم قيام الجهات الرقابية والإشــرافية بتنفيذ مهامها .

المشكلة الثالثة :

وهى عدم نجاح برنامج الخصخصة فلكــى يكــون هنــاك ســوقاً للأوراق المالية نشطاً وفعالاً لا بد من ضــرورة إعــادة هيكلــة قطــاع الأعمال بما يكفل إعطاء ما للقطاع العام للقطاع العام وما للقطاع الخاص للقطاع الخاص وذلك لأنه لابد من وجود قطاع خاص عريض يكفل تدفقا كافيا من الأوراق المالية فى السوقين الأولى والثانوى ومن ثم يعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية . ولكن برنامج الخصخصة فى مصر لــم يطبق كما أعد له وبالتالى فإنه حتى فى حالة وجود صــناديق اســتثمار فعالة فلن تكفى وحدها لتنشيط سوق الأوراق المالية .

بالنسبة للعامل الثانى: " طريقة أداء صناديق الاستثمار" :

إن القانون ٩٥ لسنة ٩٢ قد فرض على صناديق الاستثمار أن تعهد بإدارتها إلى جهات ذات خبرة فى هذا المجال وقد قامت كل الصــناديق

العاملة فى مصر بتنفيذ هذا القانون إلا أن الجهات التى قامت بإدارة تلك الصناديق قد أخلت بمهامها سواء من حيث تشكيلية محافظها أو من حيث توزيع الأرباح أو من حيث السياسة المتبعة مما أنعكس بالسلب على أداء تلك الصناديق، فمعظم الجهات المنوط بها إدارة صناديق الاستثمار قامت بتشكيل محفظة غير جيدة من الأوراق المالية تعتمد على نوع واحد أو نوعين من الاستثمارات " تم التركيز على الأسهم " مما أفقدها عاملاً هاماً فى نجاح سياستها الاستثمارية آلا وهو التوزيع وبالتالى فهناك الكثير من الصناديق التى تعرضت إلى أزمات كبيرة تمثلت فى انخفاض قيم وثائقها السوقية عن قيم الوثائق الاسمية وفقد ثقة الجمهور فى تلك الصناديق وبالتالى التخلص من الوثائق التى يحملونها باسترداد قيمتها مرة أخرى مما جعل بعض الصناديق تضطر إلى الإغلاق لعدم استيفاء النسبة القانونية من المساهمين " حملة الوثائق " ، وكذلك فإن هذه الجهات المنوط بها إدارة صناديق الاستثمار قد غالت فى أتعاب الإدارة بالرغم من تحديد نسبة هذه الأتعاب فى القانون إلا أنها بالرغم من تحقيقها أرباح عالية من المضاربة فى الأوراق المالية قد استحوذت على نسبة كبيرة من هذه الأرباح فى شكل رواتب للعاملين بها وبالتالى كانت نسبة الأرباح المتبقية التى يتم توزيعها على حملة الوثائق والصندوق بسيطة مما هز ثقة حملة الوثائق فى صناديق الاستثمار ٠

الباب الثالث

الفصل الاول: الحكم الشرعي للاوراق الماليه

١- الأسهم :

تعريفها: وردت عدة تعاريف للأسهم ولكنها تقاربت جميعا في معانيها لذلك فإننا سوف نختار أحدها وهو يعرف السهم بأنه:

" عبارة عن صك يتمثل فيها حق المساهم في الشركة وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة وإذا أربحت الشركة استحق منها بقدر مساهمته فيها وإذا خسرت تحمل من الخسارة بمقدار أسهمه "[١].

طبيعة حق المساهم :

يختلف السهم عن حصة الشريك في شركة الأشخاص على اعتبار أن المساهم في شركة المساهمة له طبيعة خاصة من حيث حقوقه فالمساهم في شركة المساهمة مسئوليته محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم فيها سواء بالنسبة للأرباح أو الخسائر على عكس شركات الأشخاص حيث القاعدة فيها أن مسؤولية الشركاء عن ديون الشركة مسؤولية شخصية وتضامنية. كما ان هناك فرق آخر بين السهم والحصة يكمن في الطريقة التي يتم بها انتقال الحقوق وأن قابلية السهم للتداول هي الحقيقة البارزة التي تميز السهم عن حصة الشريك في شركة الأشخاص والتي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة الشركاء وأن حرية التداول للأسهم تتفق وطبيعة شركات المساهمة التي لا تقوم على الاعتبار الشخصي بعكس الحال في شركات الأشخاص وبذلك يتمكن المساهم من الحصول على قيمة أسهمه دون أن يترتب على ذلك ضير

---

(1) French, D.secarity and portfolio Analysis, concepts and Mangement .1989. P.31

للشركة أو لدائنيها ، فالشركة لا ترد إلى المساهم المتنازل القدر الـذى ساهم به فى راسمالها ولكن تستقبل مساهما جديداً بدلاً مـن المسـاهم المتنازل وتبعا لذلك يظل رأس مال الشركة ثابتاً •

أما عن خصائص الأسهم التى تتميز بها عن غيرها فيمكن توضيحها فيما يلى:

١- الأسهم أنصبة متساوية القيمة :

حيث يقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متسـاوية القيمـة " القيمة الاسمية التى يصدر بها السهم " طبقا للمادة (٣١) من القانون رقم ١٥٩ لسنه ٨١ الخاص بإصدار قانون شركات المساهمة حيث نص على أن :

" يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولاتزيد عن ألف جنيه " •

٢- قابلية الأسهم للتداول :

أى إنتقال ملكيته من شخص إلى آخر بأى طريق من طرق انتقـال الملك كالبيع والهبه والوصية والإرث فبإمكـان المسـاهم أن يبيـع أسهمه أو بعضها دون أذن خاص من الشركة أو الشركاء •

٣- عدم قابلية السهم للتجزئة :

أى لا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة حتى لو كان السهم قـد آل إلى مجموعة عن طريق الإرث فانهم يتعـين علـيهم أن يختـاروا شخصا واحدا من بينهم ليمثلهم أمام الشركة ويكونوا هم فيمـا بيـنهم

شركاء فى السهم لكن أمام الشركة لابد أن يكون واحداً فقط أما عن مدى شرعية التعامل فى الأسهم { تداولها } فإذا كانت لشركات تتعامل فيما أحل الله فهذا جائز شرعا حيث أن تقسيم رأس المال الخاص بالشركة إلى حصص لا تمنع منه الشريعة مادام فيه مصلحة للمجتمع والسهم هنا يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود ولكنه لا يعتبر نقودا والحق الثابت الذى يمثله السهم ليس معينا يعرفه صاحبه وإنما هو جزء مشاع فى رأس مال الشركة وقد أجاز الفقهاء بيع المشاع إذا كان المبيع مقدراً من جملة مشاع معلومة ومستند الفقهاء فى ذلك أن بيع المشاع إذا كان معلوماً نسبته فهو بيع وقد احله الله تعالى وليس فيه غرر ولا جهالة حيث أنه معلوم النسبة والثمن، وبيع الأسهم فى شركات المساهمة لاتخرج عن ذلك فيكون جائزاً، وقد وجدت تطبيقات عملية أجازها الفقهاء تماثل بيع الأسهم منها جواز بيع اسهم من الغنيمة ، كما أجاز الفقهاء أن يبيع أحد الشركاء حصته فى الشركة لشريكه ٠

أما إذا كانت الشركات تتعامل فى الخبائث فيما حرمه الله فان الإسهام فيها أو التعامل فى أسهمها يكون محرما ٠

ولكن من الملاحظ ان الأسهم ليست نوعا واحدا فهناك أنواع منها يحظر التعامل فيها وان كانت لشركات مشروعة، لذلك يتعين علينا أولا قبل أن نتعرض للحكم الفقهى للتعامل فى الأسهم ان نستعرض أنواع هذه الأسهم للتفرقة بين ما هو محرم وما هو جائز منها.

أنواع الأسهم :

تتعدد أنواع الأسهم وتتباين بتباين أسس تقسيمها أى من حيث الزاوية التى ينظر إلى الأسهم من خلالها، لذلك سوف نتناول هذه التقسيمات فيما يلى[1]:

١-من حيث الشكل: تنقسم إلى:

- أ- أسهم اسمية: هى التى تحمل اسم صاحبها ويقتضى القانون المصرى بان يكون الأسهم التى تصدرها شركات المساهمة اسمية ٠
- ب- اسهم لحاملها: هى التى ليذكر بها اسم المساهم ويعتبر حامل السهم مالكا له٠

٢- من حيث طبيعة الحصة التى يقدمها المساهم: تنقسم إلى:

أ- أسهم نقدية: تمثل حصصا نقدية فى رأسمال شركة المساهمة ٠

ب- أسهم عينية: تمثل حصصا عينيه فى رأسمال شركة المساهمة. ويحظر القانون المصرى من تداول هذا النوع من الأسهم قبل انقضاء عامين من تاريخ إنشاء الشركة ٠

٣- من حيث الحقوق التى ترتبها والمزايا التى تخولها: تنقسم إلى:

أسهم عادية: هى التى تخول لحاملها أى حق ذى طبيعة خاصة

أسهم ممتازة: هى التى تخول لصحابها أولوية يختص بمقتضاها حملة هذه الأسهم دون غيرهم ببعض المزايا وقد نصت المادة

(١) سمير عبد الحميد رضوان – أسواق الأوراق المالية ودورها فى تمويل التنمية الاقتصادية سنه ١٩٦٦ ص ٢٦٨- ٢٨٩ وايضا: عطية فياض: سوق الأوراق المالية فى ميزان الفقه الإسلامى – مرجع سابق – ص١٧٨-٢٠٧

(٣٥) من القانون ٩٥ لسنة ٩٢ على جـواز إصـدار الأسـهم الممتازة ٠

٤- من حيث علاقتها برأس المال واسترداد قيمتها أثنـاء الحيـاة: وتنقسم إلى :

أ- أسهم رأس المال: هي التى لم يتسـلم أصـحابها قيمتهـا الاسمية أثناء حياه الشركة بل تبقى لحين التصفية النهائية ٠

ب- أسهم تمتع: هى التى يتسلم أصحابها قيمتها الإسمية أثناء حيـاة الشركة ٠

موقف الفقه الإسلامى من الأسهم بأنواعهـا :

١- الأسهم الإسمية :

إن كلمة سهم تعنى حق الشريك فى الشركة كما تعنى الصك المثبت لهذا الحق ولذلك يتفق الفقهـاء المعاصـرون المبيحـون لشـركة المساهمة على أن إثبات اسم الشريك على الصك المثبت للملكية هو الأصل الذى تصان به الحقوق ويضيفوا أيضاً أن الشريك الذى ساهم فى الشركة بتقديم حصة فيها له الحق فى أن تحمل الصكوك المثبتة لحقه اسمه[1] ٠ وهى جائزة شرعا الغبار عليها بل هـى المطلوبـة للحفاظ على الحقوق ٠

---

(١) هذه الإضافة للدكتور/ عبد العزيز الخياط ٠

٢- الأسهم لحاملها :

هذه الأسهم تعتبر ملكا لمن يحملها وقـد إنتهـى بعـض الفقهـاء المعاصرين[1] إلى أن هذه الأسهم باطلة وأنه يجب رد قيمتها إلى كل من ساهم فيها أولا أو استبدلها بأسهم إسمية فإذا لم تفعل الشركة ذلك كانت شركة فاسدة ، وأساس عدم الجواز هنا أن هذا النـوع مـن الأسهم فيه جهالة مما يؤدى إلى إضاعة الحقوق إذا ما سرقت هـذه الصكوك أو فقدت. ويؤدى أيضا إلى ضرر وخصومة وما أفضـى إلى خصومة أو ضرر يمنع شرعا لأن درء المفسدة مقدم على جلب المنفعة وجهالة المشترى ينتج عنها جهالة أهليته وقد يكون المساهم فاقدا للأهلية وفاقد الأهلية لا يصح اشتراكه بنفسه .

٣- الأسهم النقدية :

الأصل فى عقد الشركة أن تكون حصة الشريك نقدية ولا يعلم فـى هذه المسألة خلافا بين الفقهاء ويتفق علماء الشريعة ورجال القانون فى أن الشركة تصح بالنقديين وإما كونها تصح بغير ذلك فموضـع خلاف بين المذاهب الفقهية وبين الفقهاء ورجال القانون أيضا وقـد أجمع الفقهاء والقانونين على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التى لا تتعين بالتعيين فى المفاوضات كالنقديين من الذهب والفضة ويـدخل فى حكم الأثمان المطلقة كـل نقـد مصـكوك لا يتعـين بـالتعين كالجنيهات والقروض ومشتقاتها وقد جعل الفقهاء العلة فـى جـواز عقد الشركة عليها هو التعامل بهما وأنهما أثمـان المبيعـات وقـيم الأموال .

(١) من أمثال :- الدكتور/ عبد العزيز الخياط ، الدكتور/ صالح المرزوقى .

والدليل في الإجماع على ذلك قـول الإمام " تقى الدين السـبكى " صاحب شرح المهذب " والذى لاخلاف فيه جواز الشركة بالنقدين " وقال صاحب كشف القناع عن متن الإقناع " من شروط الشركة أن يكون رأس المال من النقدين المضروبين لأنهما ثمن المبيعات وقيم الأموال والناس يشتركون بها من زمن النبى ﷺ من غير نكير "
وقال ابن قدامه الحنبلى " ولا خلاف فى أنه يجوز جعل رأس المال والدراهم والدنانير فانهما قيم الأموال وآثمـان المبيعـات " وقـال صاحب كفاية الأخيار الشافعى " والإجمـاع علـى صـحتها – أى الشركة – فى الدراهم والدنانير " ٠

٤ -الأسهم العينية :

الحصة العينية يقابلها إصطلاح الاشتراك بالعروض عند سائر فقهاء المسلمين وقد اختلفوا فى جواز الشركة بالعروض فذهب بعضهم إلى الجواز وهو رأى الجمهور بينما ذهب آخرون إلى أن الإجماع منعقد على عدم جواز الشركة بالعروض ٠

وفيما يلى آراء الفقهاء فى مسألة الاشتراك بالعروض { الأسهم العينية } :

الأحناف: قالوا لا تصح الشركة بالعروض مطلقـا ويـرون أن اختلاط الأموال فى المثليات من العروض يجعلنا أمام شركة ملك ٠

المالكية: يرون جواز الشركة بالعروض، حيث قال ابن رشـد " واختلفا فى الشركة بالعرضين المختلفين والعيون المختلفة مثل الشركة بالدنانير من إحداهما والدراهم من الآخر والطعام الربوى إذا كان صنفا

واحدا فاما إذا اشتركا فى صنفين من العروض أو فى عروض ودراهم أو دنانير فاجاز بذلك بن القاسم وهو مذهب مالك •

الشافعية: قالوا " ويجوز أن تنعقد على مثلى فيصبح فى القمح والشعير ونحوهما لان المثلى إذا اختلط بمثلة ارتفع التميز فأشبة النقديين ولاتجوز الشركة فى المتقومات لعدم تصور الخلط النافى للتميز ولهذا لوتلف أحد المتقومين أو بعضه عرف فامتنعت الشركة لذلك " وذكر أيضا فى شرح المهذب " أما سائر الأموال المتقومات لاتجوز الشركة بها ويجوز فى المثلى لان المثلى إذا اختلط بدنسه ارتفع معه التميز فاشبه النقدية وليس المثلى كالمنقوم لأنه لايمكن الخلط فى المقومات فربما تلف أحدهما ويبقى مال الاخر فلا يمكن الاعتداء بتلفة عنهما وفى المثليات يكون التالف من الخلط تالف عنهما جميعا •

الحنابلة: قالوا " لاتصح شركة العنان ولاالمضاربة بعرض ولوكان العرض مثليا لان قيمته ربما زادت قبل بيعة فيشاركة الاخر فى نماء العين التى هى ملكة ولاتصح الشركة ولا المضاربة بقيمته – أى العرض وقال صاحب المغنى " من الحنابلة " { فأما العروض فلا تجوز الشركة بها فى ظاهر المذهب نص عليه أحمد فى رواية أبى طالب وحرب وحكاه عنه ابن المنذر لان الشركة إما أن تقع على أعيان من العروض أو قيمتها ولايجوز وقوعها على أعيان } •

٥- الأسهم العادية:

لما كانت الأسهم العادية لاتخول لحاملها أى حق ذى طبيعة خاصة ولايتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء عند توزيع أرباح الشركة أو عند قسمة صافى موجوداتها أو عند التصويت فى

الجمعيات العامة للمساهمين ومقتضى ذلك استواء حاملى الأسهم العادية فى الحقوق والواجبات ومن ثم تكون هذه الأسهم قد سلمت مما قد يشوبها أو يعيبها اويجعلها موضع شبه مالم تكن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تتعامل بالربا اخذا أو عطاءا أو فى المحرمات فإذا خلت من هذه المفاسد تعين القول بجوازها وقد ذهب إلى هذا الرأى جميع الفقهاء المعاصرون .

٦- الأسهم الممتازة :

تخول هذه الأسهم لأصحابها بعض الامتيازات منها مالية ومنها غير مالية مثل(١):

أ- لأصحاب هذه الأسهم حق الاولوية فى الارباح التى تحققها الشركات فتوزع عليهم حصة من الأرباح بنسبة محددة من القيمة الاسمية للأسهم التى يمتلكونها .

二- حق المساهم الذى يحمل هذا النوع من الأسهم من أرباح الشركة لايسقط باخفاق الشركة فى تحقيق فائض فى إحدى السنوات وتلتزم الشركة باداء حصة هذه الأسهم فى الارباح فى السنوات التالية عن سنوات العجز متى حققت فائضا .

五- حق اصحاب هذه الأسهم مشاركة أصحاب الأسهم العادية فى الارباح المتبقية بعد حصولهم على الحصة المقررة لأسهمهم .

---

(١) عبد الستار أبو غدة – الاستثمار فى الأسهم والوحدات الاستثمارية – من بحوث الدورة التاسعة لمجمع الفقه الإسلامى – أبوظبى سنه ١٤١٦هـ .

ز- يكوّن لأصحاب الأسهم الممتازة حق الاولوية فى استيفاء القيمة الإسمية لأسهمهم من موجودات الشركة إذا ماتقرر تصفيتها •

هـ - يتمتع أصحاب الاسهم الممتازة بتعدد الأصوات فى الجمعية العامة للمساهمين•

وفيما يلى سوف نتناول الحكم الشرعى لهذه المزايا التى اختصت بها هذه الأسهم عن غيرها:

أ- لما كانت الحصه التى يتقرر صرفها لأصحاب الأسهم الممتازة والتى تقتطع من الفائض القابل للتوزيع قبل اجراء اية توزيعات على المساهمين لاتخرج عن كونها فائدة ثابتة على رأس المال يتحدد سعرها سلفا كنسبة مئوية من القيمة الإسمية لهذه الأسهم لذلك فإنها تدخل فى عموم الربا المحرم شرعا[1].

ب، ج، د) إن هذه المميزات التى يتميز بها أصحاب هذه الأسهم عن غيرهم من المساهمين سواء فى حصولهم على حصص ثابتة من الربح ومتجمعة عن السنوات التى حققت فيها الشركة خسارة.أو من حيث مشاركة باقى المساهمين فيما يتبقى من ارباح توزع على أصحاب الأسهم جميعا أو من حيث أولويتهم فى الحصول على قيم الأسهم الإسمية من صافى موجودات الشركة عند تصفيتها فإن هذه الصور جميعا تنبنى على الغبن الفاحش والتميز بين الشركاء فى الشركة الواحدة دون مقتضى لذلك كعمل أو خبرة أو جهه لايقر به

---

(١) احمد محيى الدين – أسواق الأوراق المالية واثارها الانمائية فى الاقتصاد الإسلامى – سنه ١٩٩٥ ص ١٧٩، صالح المرزوقى – شركة المساهمة فى النظام السعودى – دراسة مقارنه بالفقة الإسلامى سنه ١٩٩٧ ص ٣٥٩ •

الفقهاء ولما كانت الشركة معقوده على المال دون العمل فمن شرط صحتها أن يكون الربح والخسارة على قدر أموال الشركاء وليس للشركاء ان يتفاضلوا فى الربح والى هذا ذهب الائمة الاربعة وقد نهى الشرع الإسلامى عن التميز أو التفضيل بين المتماثلين وقد روى مسلم فى صحيحه عن النعمان بن بشير قال "انطلق بى أبى يحملنى إلى رسول الله ﷺ فقال يارسول الله اشهد بأنى قد نحلت النعمان كذا وكذا من مالى فقال: أكل بنيك قد نحلت مثل النعمان قال لا قال فأشهد على هذا غيرى فانى لاأشهد على جور".

هـ - يكون لأصحاب الأسهم الممتازة حق التصويت بأكثر من صوت واحد للمساهم الواحد ولما كان التصويت هو إعلان المساهم لإرادته التى انعقدت على رأى معين فإن مقتضى ذلك أن يكون هناك إرادة وأن يتم التعبير عن هذه الإرادة بالرأى ولما كان للفرد فى الشريعة الإسلامية أهلية للأداء وهى أهلية المعاملة وصلاحية الشخص للأداء واساسها التميز بالعقل ولما كان من صور الاداء اعلان الارادة كالتصويت فى الجمعية العامة لشركة مساهمة ولما كان لكل مساهم ارادة واحدة يعبر عنها فى المسألة الواحدة لذلك يكون له رأى واحد وليس عدد من الاصوات بقدر عدد أسهمه لان الذى يدلى بالتصويت هو المساهم وليس الأسهم[1].

---

(١) سمير عبد الحميد رضوان - أسواق الأوراق المالية ودورها فى تمويل التنمية - مرجع سابق - ص ٢٧٣

٧- أسهم رأس المـــال :

تقتضى هذه الأسهم بأن لايتسلم صاحبها قيمتها الاسمية أثناء حيـــاة الشركة بل تبقى لحين التصفية النهائية وهذا هو السائد وهذه جائزة شرعاً ولا غبار عليها •

٨- أسهم التمتع :

تعطى هذه الأسهم للمساهم الذى استهلكت أسهمه فـــى رأس المـــال أثناء حياة الشركة ويقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع قيمتـــه الاسمية أثناء حياتها دون انتظار لتصفيتها أو انتهاء أجلها •

والأصل أن الأسهم لاتستهلك طالما أن الشركة باقية على قيد الحياه وذلك بحسبان أن السهم يمثل حصة الشريك ومن حق الشريك البقاء فى الشركة ولايمكن اجبارة على الخروج منها ولذلك فإن اســتهلاك الأسهم يعد خرقا للقاعدة العامة• واستهلاك الأسهم قبل انقضاء حياة الشركة وإصدار أسهم تمتع للمساهمين اللذين أســتهلكت أســهمهم تخول لهم الاستفادة بجميع الحقوق التى يستفيد منها أصحاب الأسهم العادية ماعدا استرداد قيمة السهم العادية عند تصفية الشركة والتـــى سبق لهم الحصول على قيمتها يخل بمبدأ العدالة بين المساهمين فى الشركة الواحدة، وأن الشركة إذا فعلت ذلك تكون قد خصت طائفـــة ببعض المزايا دون مقتضى وغبنت طائفة أخرى دون مقتضى أيضا وفى ذلك ظلم وإجحاف ببعض الشركاء وقد نهى الله سبحانه وتعالى عن الظلم وجعله من المهلكات حيث قال: ﴿ وكذلك أخذ ربك إذا أخذ القرى وهى ظالمه آن أخذه اليم شديد ﴾ وقال: ﴿ولاتحسبن الله غافلا عما يعمل الظالمون إنما يؤخرهم ليوم تشخص فيه الأبصار﴾ وقال:

سيعلم الذين ظلموا أى منقلب ينقلبون﴾ وفى الحديث القدسى الذى رواه الرسول ﷺ عن رب العزة سبحانه وتعالى:

« يا عبادى إنى حرمت الظلم على نفسى وجعلته بينكم محرما فــلا تظالموا»

وقال ﷺ « اتق دعوة المظلوم فانه ليس بينها وبين الله حجاب » ٠

أما إذا استهلكت جميع الأسهم تدريجيا بنسبة معينة من قيمــة الأســهم حتى يتم استهلاكها جميعا فى وقت واحد وبهذا تتم المساواة والعدالــة بين جميع الشركاء فلا غبار عليه ٠

٢- السندات وأذون الخزانة العامــة :

تعريف السنــد :

السند هو صك متساوىّ القيمة يمثل دين فى ذمــة الشــركة التــى أصدرته ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على ســبيل القــرض للشركة وحقها فى الحصول على الفوائد المستحقة دونمــا ارتبــاط بنتائج أعمالها ربحا كانت أو خسارة واقتضاء قيمة الــدين المثبتــه على الصك فى مواعيد استحقاقها ويكون هذا الصك قابل للتــداول بالطرق التجارية فينتقل السند بطريق القيد فى الدفاتر التجاريــة إذا كان اسميا وبالتسليم للمشترى إذا كان لحامله[1].

---

(١) سمير عبد الحميد رضوان – أسواق الأوراق المالية ودورها فى تمويل التنمية الاقتصادية – مرجــع سابق – صــ٢٩١ ٠

خصائص السنـــــد :

للسندات خصائص تتميز بها عن غيرها من صكوك الديون العادية أهمها :

أ- قرض السندات: قرض جماعى فالشركة لا تتعاقـد مـع كـل مقرض على حدى ولكن مع مجموع المقرضين ٠

ب- قرض السندات: يكون غالبا لـــمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثـــلاثين سنة ٠

ج- السند كالسهم قابل للتداول: فهو إما يكون اسميا فتنتقل ملكيتــه بطريق القيمة فى سجلات الشركة أو لحامله فتنتقل ملكينه بطريق التسليم ٠

الفرق بين السند والسهــم :

يمكن التفرقة بين السند والسهم من عدة وجوه كما يلى[1]:

١-السند جزء من قرض أى انه دين فى ذمه الشركة بينما السهم جزء من رأس مال الشركة وحامله شريك لذلك فــان حامــل السند صاحب حق ضد الشركة بينما حامل السهم صاحب حق فى الشركة ٠

٢-لحامل السند فضلا عن حقه فى استرداد قيمة الصك كاملة فى ميعاد استحقاقه حق اقتضاء فوائد ثابته من الشــركة ســواء حققت الشركة أرباحا أو لم تحقق، أما حامل السهم فيحصــل على عائد متغير يرتبط بنتائج أعمال الشركة ايجابا وسلبا ٠

(١) عبد العزيز الخياط – الأسهم والسندات من منظور إسلامى – سنه ١٩٨٩ – ص ٥١

٣- ليس لحامل السند باعتباره دائنا أى حق فـى التـدخل أو الاشتراك فى إدارة الشركة ، أما حامل السـهم فلـه بصـفته شريكا حق الاشتراك فى إدارة الشركة ورقابتها ٠

٤- لحامل السند ضمانا عاما على أموال الشركة فلا يسـترد أصحاب الأسهم قيمة اسهمهم عند حل الشركة وتصـفيتها إلا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد المسـتحقة وكافـة ديـون الشركة ، بينما حامل السند بعيدا عن خطر المشاركة ٠

٥-يمكن أن يصدر السند باقل من قيمتـه الاسـمية أى بخصـم إصدار بينما لايمكن إصدار السهم باقل من قيمته الإسمية ٠

٦-يتم استهلاك السندات فى نهاية المـدة المحـددة للقـرض أو خلالها وفقا لما تقضى به نصوص إصدار القـرض ونشـرة الاكتتاب بينما لايجرى على الأسهم مايجرى على السندات فلا تستهلك وتظل قائمة بقيام الشركة ٠

٧-ليس هناك معيار لتوزيع الأرباح على المساهمين فـإن ذلـك رهن بانعقاد الجمعية العامة للمسـاهمين والمصـادقة علـى الميزانية والحسابات الختامية للشركة بينما تدفع الفائدة علـى السندات فى ميعاد دورى محدد ومبين على الكوبون المرفـق بالسند ٠

أنواع السندات :

يمكن تصنيف السندات من حيث طبيعة الضمان المقدم للـدائنين أو وفقا للطريقة التى تدفع بها الفائدة أو الشروط التى يسدد بها رأس المال { القرض } أو حسب القرض الذى اصدرت من اجلة أو وفقـا للعملـة

التى تدفع بها أو المنظمة التى اصدرتها إلى غير ذلك من التقسـيمات ومع ذلك فإن جميع السندات على إختلاف أشكالها يمكـن أن تنـدرج تحت نوعـــين أساسين هما[1]:

أولا: السندات الحكومية " أذون الخزانــة "

وهى صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً فى ذمة الحكومــة . وهى تغل عائدا غالبا مايكون ثابتا ولها اجال محددة ومعلومة ويتم طرحها للإكتتاب العأم وتداولها بالطرق التجارية[2].

ثانيا: سندات الشركات:

. وهى تنقسم إلى خمسه أنواع رئيسية هى[3]:

١-سندات عادية :

وهى التى تصدر بقيمة اسمية محدده يدفعها المقرض عند الاكتتاب ويستردها كاملة فى تاريخ الاستحقاق ويحصل خلال مدة القــرض على فوائد ذات معدلات ثابته منسوبة إلى قيمتها الإسمية .

٢-سندات بخصم إصدار :

وهى تلك التى تصدر بأدنى من قيمتهــا الإســمية لأن الشــركة المصدرة تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة الســند

---

(1) Hull, J. " options and other DeriraTive securities , 1993 . P 53

(٢) السندات الحكومية لاتختلف عن أذون الخزانة الا فى الاوجة الاتيه :- أ- السندات تعتـبر مـن الأوراق المالية التى تداولها فى البورصة بينما أذون الخزانة لاتعتبر اوراق ماليــة . ب- فئــة السندات ١٠٠٠ جنيه أو مضاعفاتها أما أذون الخزانة فتصدر بفئات كبيرة تبدأ بــ ٢٥٠٠٠ جنيه ومضاعفاتها . ج- يكتب على السند السنوات التى تم خلالها رد قيمته طبقا للقيمة الاسمية التى صدرت بها وعادة خمس سنوات لمزيد من التفاصيل ينظر :- هدى محمد رشوان – مقدمة فى الاسواق المالية – سنه ١٩٩٨ ص ١١٣ .

(٣) على محى الدين داغى – الأسواق المالية فى ميزان الفقه الإسلامى – بحث منشور فى مجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ١٣٦ .

ويطلق على الفرق بين القيمة الإسمية وما تم تحصيلة من صاحب السند { علاوة الوفاء } وذلك علاوة على الفائدة الثابته والتى لاتدفع بصفه دورية وإنما يتم دفعها جملة واحدة فى نهاية مدة القرض وغالبا ماتكون نسبتها أقل مما هى فى السندات العادية ٠

٣-**السندات ذات النصيب :**

هى سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية وتغل فائدة ثابتـه يقل سعرها عادة عن أسعار الفائدة السائدة فى أسواق النقد وتقوم الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات باجراء سحب دورى عليها حيث تمنح السندات الفائزة جوائز مالية متفاوتـه القيمة ويستخدم الفرق بين سعرى الفائدة { المدفوع والمتاح } فى الوفاء بقيمة هذه الجوائز ، ومن أمثلة هذه السندات فى مصر سندات البنك العقارى المصرى ٠

٤-**السندات ذات الضمان الشخصى أو العينى :**

هى سندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية وتخول صاحبها الحق فى الحصول على فوائد ثابتة إلا أنها تتميز عليها من حيث كونها مضمونه بضمان شخصى لصالح اصحاب السندات كما هو الحال إذا ماضمنت الحكومة أو أحد البنوك أو الشركات هذه السندات ابو بضمان عينى كأن تقرر لحملة السندات رهن رسمى على عقارات وموجودات الشركة ٠

٥-**السندات القابلة للتحويل:**

هذه السندات تصدرها كل من الشركات والحكومات ويمكن ان تحول إلى اسهم أو سندات أو إلى الاثنين معا { أسهم وسندات } ٠
فالسندات القابلة التحويل إلى أسهم :

هى التى تخول إلى حاملها الحق فى ان يستبدل بهـا عـددا مـن الأسهم العادية التى تصدرها الشركة إذا مارغبوا فى ذلك وغالبا ما تعطى للمساهمين فى الشركة الحق فى اولوية الاكتتاب فى هذه السندات •

أما السندات القابلة للتحول إلى سندات أخرى :
فهى التى تصدرها الحكومات والتى تخول لحامليها الحق فـى ان يستبدلوا بها سندات أخرى فى تاريخ الاستحقاق إذا ما رغبوا فـى ذلك •

أما السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات :
فهى التى تصدرها شركات وتتميز بكونها قابلة للتحويل إلى اسهم عادية أو إلى صكوك سندات على الشركة وتخول لصاحبها الحق فـى الحصول على فائدة ثابته.وقد يكون سعر الفائدة للسندات البديلة مرتفعا وقد يختلف الإصدار الجديد عن الإصدار السابق من وجوه عديده •

موقف الفقه الإسلامى من السندات بأنواعها :
إذا استثنينا سندات المقارضة الإسـلامية التـى قـدمها الفكـر الإسلامى بديلا لأدوات التمويل الربوى المعاصر باعتبارها أحد صـيغ عقود المضاربة الإسلامية فإن كافة أنواع السندات التى ذكرناها سـابقا والتى تغل فائدة ثابتة أو محددة زمنا ومقدارا أو متغيرة ولكنها لاترتبط بنتيجة النشاط سلبا وايجابا لاتخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه

عناصر ربا الديون الثلاثة وهى الدين والاجل وزيادة مشـروطة فـى الدين مقابل الأجل ٠

والزيادة عن أصل القرض من قبيل الربا المحرم شرعا بمقتضى الكتاب والسنه وإجماع الامة.

أما الكتاب فلقوله تعالى :

﴿يا أيها الذين آمنوا أ تقوا الله وذروا ما بقى من آلربا إن كنـتم مؤمنين فان لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسـوله وأن تبـتم فلكـم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون﴾.

وأما السنة :

فقد صح عن رسول الله ﷺ فيما رواه جابر قال: قال رسول الله ﷺ : « لعن رسول الله ﷺ آكل الربا وموكلة وكاتبة وشاهديه ٠ وقال هـم سواء » ٠

أما الإجماع :

ماذكره بن المنذر فى اجماعاته بقولـة (وأجتمعـوا علـى ان المسلف إذا اشترط على المستسلف زيادة أو هدية فأسلف على ذلك ان اخذ الزيادة على ذلك ربا وذكره صاحب المغنى فى باب القرض)٠

وكذلك ما أنتهت اليه المجامع الفقهية على حرمـة الزيـادة مقابلـة القرض وما صدر عن جهات الفتوى الشرعية ومنها :

١- فتوى المؤتمر الثانى لمجمع البحوث الإسلامية المنعقد بالقـاهرة سنه ١٣٨٥هـ ١٩٦٥م ونصها:

- الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم لافرق فى ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكى أو الانتاجى وإن بنصوص الكتاب والسنه فى مجموعها قاطعة فى تحريم النوعين •
- كثير الربا وقليله حرام كما يشير إلى ذلك الفهم الصحيح فى تحريم النوعين •
- الإقراض بالربا محرم لاتبيحة حاجة ولاضرورة والاقتراض بالربا محرم كذلك ولايقع إثمة على المقترض إلا إذا دعت الضرورة وكل امرئ متروك لدينه فى تقدير ضرورته •

٢- فتوى المجمع الفقهى الإسلامى لرابطة العالم الإسلامى بمكة فى الدورة السابعة للمجمع سنة ١٤٠٤هـ - سنة ١٩٨٣م وجاء فيها:

فإن المجلس بعد اطلاعه على حقيقه سوق الأوراق المالية والبضائع وما يجرى فيها من عقود عاجله وآجلة على الأسهم وسندات القروض يقر:

أن العقود العاجلة والاجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف انواعها غير جائزة شرعا لأنها معاملات ستجرى بالربا المحرم •

٣- قرارات مجمع الفقه الاسلامى المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامى بجدة سنة ١٤٠٦هـ - سنة ١٩٨٥م ما يلى :

أن كل زيادة أو فائدة على الدين الذى حل أجله وعجز المدين عن الوفاء به مقابل تاجيله وكذلك الزيادة على القرض منذ بدايه العقد فهاتان الصورتان ربا محرم شرعا •

٤- قرار مجمع الفقه الإسلامى بجدة سنة ١٤١٠هـ - سنة ١٩٨٩م بشأن السندات بالآتى:

أن السندات التى تمثل التزاما بدفع مبلغها مع دفع فائدة منسوبة اليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لأنها قروض ربويه سواء أكانت

محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لانها قروض ربويه سواء أكانت للجهه المصدرة خاصة أو عامة ترتبط بالدولـه ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوك استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا .

٥- فتوى المجلس الأعلى للشئون الإسلامية – دار الافتاء المصرية – فى استثمار المال فى أذون الخزانة وسندات التنمية :

لما كان البنك يستطلع الرأى الشرعى فى إمكان استغلال أموال أبناء الجاليات المصرية بالبلاد العربية فى شـراء أذون الخزانـة التـى تصدرها الدولة وتكتتب فيها البنوك وهى بمعدل فائدة ثابت وكـذلك فى شراء سندات التنمية وهى بمعدل فائدة ثابت أيضا ،ولما كانـت أذون الخزانة وسندات التنمية التى تصدرها الدولة بمعدل فائدة ثابت من باب القرض بفائدة وقد حرمت الشريعة الإسلامية القروض ذات الفائدة المحددة أيا كان نوعها لأنها من باب الربا المحـرم شـرعا بالكتاب والسنة والاجماع ،فان تحقيق رغبة المستثمرين وحرصـهم على الكسب الشرعى الذى احله الله يستلزم ألا تستغل أموالهم على غير رغبتهم فى هذه الاذون والسندات .

٦- فتوى الشيخ جاد الحق على جاد الحق فـى ١٩٧٩/٣/١٤ بـأن أذون الخزانة وسندات التنمية التى تصدرها الحكومة بمعدل ثابـت من باب القرض بفائدة وقد حرمت الشريعة القـروض ذات الفائـدة المحددة لانها من باب الربا المحرم شرعا.

٧- فتوى الشيخ سيد طنطاوى فى ١٩٨٩/٢/٢٠ بأن كل قرض بفائدة محددة مقدما حرام.

٣- صكوك التمويل ذات العائد المتغير وموقف الفقه الإسلامى منها:

صكوك التمويل ذات العائد المتغير[1] تمثل نوعا من أنواع السندات التى نص عليها القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقد طبق عليها معظم أحكام السندات إلا فيما يتعلق بالعائد المتغير الذى ينبغى ألا يتجاوز ما يحدده البنك المركزى المصرى بالاتفاق مع الهيئه العامة لسوق المال، وهكذا فإن حامل التمويل يتشابه مركزه مع مركز حامل السند أى دائن للشركة لا يتحمل شيئا من الخسارة التى قد تلحق بالشركة والعائد الذى يتقاضاه لا يحدد على أساس تعاملات الشركة وأرباحها الحقيقية من المشروعات التى تدخل فيها بل على حسب ما يحدده البنك المركزى وهو فى الغالب يحدد مقدار العائد على حسب أسعار الفائدة العالمية ونسب التضخم وغير ذلك وفى نهاية المدة المحددة للصك يسترد قيمته بالكامل وبالتالى فأصدار هذه الصكوك غير جائز شرعا حسب ما اورد فى حكم السندات .

٤- صكوك الاستثمار وموقف الفقه الاسلامى منها :

لهذه الصكوك طبيعة خاصة تختلف عن غيرها من الصكوك المالية الاخرى فأصحابها يشتركون فى الربح والخسارة فى حدود ما قدموه من أموال ولا يشترك حملتها فى إدارة الشركة وما يتقاضونه من عوائد هو إنتاج لمشروعات الشركة.

---

(١) صكوك التمويل ذات العائد المتغير: هى نوع من الأوراق المالية المستحدثة بالقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ وتستخدم هذه الصكوك لمواجهه احتياجات الشركة التمويلية أو لتمويل عملية معينة.

وعلى ذلك فأصحاب صكوك الاستثمار يشبهون أصحاب الأموال فى شركة المضاربة الشرعية ويمثل الصك سندا شرعيا لاثبات هذا الحق وبمثابة التوكيل المطلق لاستثمار هذه الأموال فى مشروعات نافعة للافراد والمجتمع وعلى ذلك فالتعامل فى هذه الصكوك جائز شرعا بشرط توظيف هذه الأموال فى مشروعات وأنشطة شرعية .

٥- وثائق الاستثمار وموقف الفقه الاسلامى منها:

إن وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار- حيث نص القانون على ذلك - يستغل مقابلها فى شراء أوراق مالية وهذه الأوراق المالية محلها شركات تجارية أو تدعيم نشاط شركات تجارية أو أى مؤسسات مالية أخرى ولذلك فإن تداول وثائق الاستثمار فى البورصات ليس معناه مالية هذه الورقة لكن يعنى مالية ما تمثله هذه الورقة فى الصندوق فعملية البيع والشراء لا تتصرف إلى الورقة نفسها حيث أنها بوضعها المجرد ليست لها قيمة مالية فهى لا تعتبر اثمانا ولا من جنس الأثمان لأن الثمنيه انما تكون للذهب والفضة والدراهم والدنانير المتخذة منها ويلحق بها النقود لانها أثمان المبيعات[1].

والقانون الوضعى أيضا لم يعتبر هذه الورقة نقودا. وإذا كان مقابل الوثيقة جزءا مشاعا فى الصندوق لكنه جزء معلوم ويعرف ما تمثله هذه الوثيقة فى رأس مال الشركة إذ أن القانون يشترط أن يحدد الصندوق القيمة الاسمية للوثيقة عند الإصدار- وقد اجاز الفقهاء بيع المشاع إذا كان المبيع مقدرا من جملة مشاع معلومة.

(١) عز الدين خوجه - أدوات الاستثمار الإسلامى - بحث من مطبوعات مجموعة دله البركة سنة ١٩٩٢م.

حيث جاء فى الهداية (وإن اشترى عشرة أسهم من مائة سهم جـــائز فى قولهم جميعا) وجاء فى شرح منتهى الإرادات (ولايصـــح بيـــع جريب من أرض مبهما أو ذراع من ثوب مبهما لانه ليس معينا ولا مشاعا إلا أن على زرعهما أى الأرض أو الثـــوب فيصـــح البيـــع ويكون الجريب أو الذراع مشاعا).

ومستند الفقهاء فى ذلك أن بيع المشاع إذا كان معلوما نسبته فهو بيع وقد أحله الله تعالى وليس فيه غرر ولا جهالة حيث أنه معلوم النسبة والثمن وتداول الوثائق إذا كان محلا لمال مشروع لا تخـــرج عـــن ذلك فيكون تداولها جائزا شرعا وقد وجدت تطبيقات عملية أجازها الفقهاء تماثل بيع وشراء وثائق الاستثمار منها:

جواز بيع السهم من الغنيمة فقد نص الفقهاء على أنه يملك بـــدون القبض إذا عينه الإمام بلا خلاف كما أجاز الفقهاء أن يبيـــع أحـــد الشركاء حصته فى الشركة لشريكه ويتخرج عليهـــا جـــواز بيعهـــا لأجنبى .

٦- حصص التأسيس وموقف الفقه الإسلامى منها:

حصص التأسيس هى صك يعطى حامله حقوقا فى أرباح الشركة دون أن يمثل حصة فى رأس المال وتمنح حصص التأسيس مكافأة على خدمات اداها المؤسسون للشركة وقد تمنح لغيـــر المؤسســـين وتسمى { حصص أرباح } وليس لحصص التأسيس قيمة اسمية وإنما يحدد نصيبها فى الأرباح ولذلك لا تدخل فى حساب رأس المال ولا يكون لأصحابها نصيب فى فائض التصفية عند حـــل الشـــركة ولا

تخول صاحبها حق الاشتراك فى الإدارة وتكون عادة قابلة للتـداول بالطرق التجارية .

وهذا النوع من الصكوك يجيزه المشرع المصرى، ولكن بعرضـه على مختلف أنواع العقود التى تناولتها كتب الفـروع فـى الفقـه الإسلامى لإحتمال تماثلها مع أحد أنواع هذه العقود مع الأخذ فـى الاعتبار أن صاحب حصة التأسيس ليس شريكا فى الشركة ولـيس دائنا لها ولكنه قدم مساعدات للشركة حصل فى مقابلها على حصص تأسيس غير مقومة بمال. إتضح أن حصص التأسـيس لا ينطبـق عليها عقد المشاركة ولا عقد الإجارة لأن عقد الإجارة عقـد علـى منفعة معلومة مقصودة قابلة للبذل والاباحة بعـوض معلـوم فمـن شروطها أن تكون الأجرة معلومة وانتفاع العلم بهـا يجعلهـا مـن العقود الفاسدة لنهى الرسول ﷺ عن استئجار الاجير حتى يبـين لـه أجره .

كما أنها لا ينطبق عليها عقد الجعالة لأن الجعالة أن يجعـل جـائز التصرف قدرا معلوما من المال لمـن يقـوم لـه بعمـل معلومـا ،وحصص التأسيس غير معلومة علما نافيا للجهالة كما أنها ليسـت هبه مجردة لأن حصة التاسيس فى مقابلة ما يقدمه صاحب الحصة من براءة اختراع أو حق امتياز ،ولا هى هبه بعـوض لأن الهبـه بعوض بيع ويشترط فى البيع أن يكون معلوم الثمن والثمن هنا إن صح أن يقدر بيعا هو الربح والربح مجهول القدر ومجهول الوجود

لذلك يرى الفقهاء المحدثون[١] أن أقرب ما يصدق إلى هذا النوع من الصكوك التى تصدرها شركات المساهمة أن صاحب حصة التاسيس شبيه بالبائع الذى ارتضى أن يكون ثمن البيع حقا إحتماليـا غيـر محدد المقدار والبيع حقا معنويا وهذا النوع من البيـوع لا يجـوز شرعا لا لأنه حق معنوى وانما لأن الثمن مجهول ومن شروط البيع ان يكون الثمن معلوما.

٧- شهادات الإيداع المصرفية وموقف الفقه الاسلامى منها :

هذه الشهادات تعد بمثابة الودائع لأجل فى البنـوك التجاريـة اذ لا يحق استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تـاريخ اسـتحقاقها ويتعهد البنك بأن يدفع لمالك هذه الشهادة فائدة سنوية ثابتة ومحـددة بنسبة مئوية من قيمتها[٢].

فهى عبارة عن قرض ذى أجل بفائدة وقد سبق أن ذكرنا أن الفائدة من الربا الصريح وبذلك لا يجوز إقتناء هذه الشهادات ولا يجـوز تداولها .

---

(١) من امثال الدكتور / عبد العزيز الخياط ، والدكتور / صالح المرزوقى

(٢) أحمد بن حسن بن أحمد الحسنى- صناديق الاستثمار ، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامى – سنة ١٩٩٩.صـ ١٩

الفصل الثاني

الحكم الشرعى للعلاقة بين الصندوق والمساهمين

لتحديد طبيعة العلاقة بين الصندوق والمساهمين { حملة الوثائق } هل هى علاقة مضاربة أو وكالة نستعرض أولا طبيعة هذه العلاقة التى اعلنتها الصناديق وكذلك ممارساتها الفعلية فى سوق الأوراق المالية ثم نستعرض المضاربة والوكالة كما بينتها الشريعة الإسلامية وبعد ذلك نقارن بين ماتمارسه هذه الصناديق وبين الصيغ المشروعة للاستثمار { المضاربة والوكالة } لاختيار اقربها لكى تكون صفة العلاقة بين الصندوق وحملة الوثائق وذلك فيما يلى :

أولاً: طبيعة العلاقة بين الصندوق وحملة الوثائق :

أعلنت صناديق الاستثمار ان العلاقة التى تربطها بحملة الوثائق يمكن أن تندرج تحت أحد نوعين :

١- علاقة مضاربة ٢- علاقة وكالة

وفيما يلى سوف نتناول هاتين العلاقتين كما أوضحتها الصناديق[1]:

١- إدارة الصناديق على أساس المضاربة :

تدار غالبية الصناديق على أساس عقد المضاربة حيث يقوم بدور المضارب الصندوق لانه يتولى جمع رأس المال المضارب من حصيلة الاكتتاب حسب الشروط المبينة فى نشرات الاكتتاب ويقوم المشاركون فى الصندوق { حملة الوثاق } بدور أرباب المال ٠ والمضاربة هنا

(١) من واقع الدراسة الميدانية التى أجرتها الباحثة على صناديق الاستثمار ٠

مضاربة مقيدة حيث تشمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الاستثمار من حيث مجاله وكيفيته وتنعقد المضاربة بايجاب وقبول شأن بقيية العقود لكن صورة الايجاب هي الاكتتاب في الصندوق أو الإصدار والقبول هو موافقة الجهة المصدرة أو المنشئة للصندوق •

٢- إدارة الصناديق على أساس الوكالة :

هناك صيغة أخرى يمكن أن تفسر علاقة الصندوق بحملة الوثائق وذلك حيث تكون هناك الرغبة لدى مدير الاستثمار والمشاركين في الصندوق { حملة الوثائق } فى أن يكون مقابل عمل المدير هو حصة شائعة من الربح وان تنقطع صلة المشاركين عن الإدارة الا من خلال ما فى اللوائح من تعليمات وقيود فى البداية.

هذا بالنسبة لما اعلنه المسئولون عن صناديق الاستثمار

أما عن الممارسات الفعلية لصناديق الاستثمار داخل سوق الأوراق المالية فإننا نجدها على عكس ما اعلنه المسئولون عنها لذلك سوف نتحدث عن تلك الممارسات بالتفصيل فيمايلى :

سبق أن أوضحنا أن صناديق الاستثمار تقوم بتوجيه المدخرات التي قامت بتعبئتها إلى سوق الأوراق المالية وذلك بتكوين محفظة من الأوراق المالية للمتاجرة فيها بقصد تحقيق عائد أو أرباح من وراء ذلك ويتم ذلك تحت ما يسمى بالمضاربة في سوق الأوراق المالية، أو المضاربة فى البورصة ولكن يحدث بالفعل أن هذه الصناديق تقوم بشراء الأوراق المالية بقصد إعادة وبيعها عند إرتفاع أسعارها ويعتبر

فرق السعر هنا هو الربح الرأسمالى لذلك فإن عمل هــذه الصـــناديق أصبح مرتبطاً بأمرين: .

الأول: وجود فروق أسعار بين الشراء والبيع لـــلأوراق الماليـــة المقتناه •

الثانى: زيادة عدد الصفقات التى تتم وسرعتها " أى دوران رأس المال المستخدم " مع زيادة كمية الأوراق المتعامل عليها •

وحيث أن التوقع بزيادة الأسعار يدخل فى عدم التيقن لذلك فـــإن عمل هذه الصناديق يقوم فى الأساس على المخاطرة أو المجازفة التى قد تقترب من المقامرة.

الأمر الذى جعل هذه الصناديق تبتكر عمليات أصبحت مســتقرة فى البورصات بهدف تقليل تلك المخاطرة تتمثل فى :- عمليات التغطية وعمليات الاختيارات[١].

كما أن سعيهم نحو زيادة حجم معاملاتهم بشكل يزيد على حجـــم الأوراق المتوفرة لديهم أدى إلى إبتكار أساليب التمويل النقدى الجزئى للمشتريات والبيع على المكشوف[٢].

ومن جهة أخرى فإن سعيهم لزيادة حركة سرعة المعاملات أدى إلى محاولة إتباعهم أساليب لحث الآخرين على التعامـــل معهـــم مثـــل

(١) هذه العمليات أشبه بالقمار فكل مشترى وبائع يربط حظه بتقلبات الأسعار فى السوق •

(٢) يقصد بالبيع على المكشوف :- أن يبيع الإنسان مالا يملك وعند التسليم يقوم بشرائها من السوق ثم يعطيها للمشترى أو يقوم باقتراضها من آخر ويسلمها للمشترى ثم يقوم بشراء تلـــك الأوراق بعد ذلك للمقرض ، وهذه الصور تندرج تحت ما يسمى " بيع الإنسان ما ليس عنـــده فى الفقـــه الإسلامى •

ترويج الإشاعات الكاذبة والتأثير على حركة التداول لتسير وفق ما يريدون ويحقق الأرباح لهم فى النهاية[1].

كما أن صناديق الاستثمار لا تقوم بنفسها بممارسة تلك الأعمال فى البورصة ولكنها توكل ما يسمى بالسماسرة اللذين يقومون بتسوية عمليات البيع والشراء فى البورصة بأنفسهم ونيابة عن البائع والمشترى وقد يتم تسليم الورقة المباعة فى نفس يوم بيعها أو بعدها بيومين أو ثلاثة أو خمسة أيام، كذلك يمكن سداد قيمة الصفقات بالأسلوب النقدى الكامل أو الأسلوب النقدى الجزئى[2] معنى ذلك أنه قد لا يتم تسليم الأوراق المباعة وكذا الثمن فى مجلس العقد بل قد يمتد ذلك إلى اليوم التالى، وسوف نتحدث بالتفصيل عن الممارسات الغير مشروعة لصناديق الاستثمار ورأى الإسلام فيها فى نهاية هذا الفصل.

هذا عن طبيعة العلاقة بين الصندوق والمساهمين فيه كما أعلنتها الصناديق وممارسات الصناديق فى سوق الأوراق المالية ولكن هل هذه العلاقة والممارسات المترتبة عليها يمكن أن توصف على أنها مضاربة شرعية أو وكالة شرعية كما حددها الفقه الإسلامى ؟

للإجابة على هذا السؤال نستعرض تعريف كل من المضاربة والوكالة فى الفقه الإسلامى ثم نقارن الممارسات الفعلية لصناديق الاستثمار بها وذلك فيما يلى :

---

(١) من أمثلة ذلك: البيع الصورى أو المظهرى والذى يتم بغرض خلق حالة صورية من الطلب على الورقة حتى يوهم الآخرين بأنها مطلوبة ليقبلوا على شرائها وترتفع أسعارها، كذلك اتفاقيات التلاعب فى الأسعار حيث تتم هذه الاتفاقات بواسطة شخصين أو أكثر تستهدف أحداث تغيرات مفتعلة فى أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح.

(٢) يقصد بالاسلوب النقدى الكامل :- قيام العميل بسداد قيمة مشترواته نقدا والحصول على قيمة مبيعاته نقدا . أما الاسلوب النقدى الجزئى فيقصد به :
قيام العميل بتمويل جزء من مشترواته نقدا والباقى يتم سدادة بأموال مقترضة بضمان الأوراق المالية محل الصفقة.

ثانيا: المضاربة والوكالة فى الفقه الإسلامى:

تعريف المضاربة فى الشريعة الإسلامية :

تعرف المضاربة على أنها عقد بين اثنين يتضمن أن يدفع أحدهما للآخر مالا ليتجر فيه بجزء شائع معلوم من الربح بشرائط مخصوصه[1] .

والذى يأخذ المال { العامل } يشترط ان يكون مستقلا بالعمل وحده منفردا بالتصرف وله الحرية فى تيسير دفة التجارة ولايجوز تحديد المدة والربح يقسم بين المضاربة ورب المال حسب اتفاقهما وعند الخسارة تكون الخسارة المالية على رب المال ويخسر المضارب جهده طالما أن الخسارة جاءت بدون تفريط من المضارب .

تعريف الوكالة فى الشريعة الإسلامية :

الوكالة فى اللغة: الحفظ والكفالة والتفويض .

واصطلاحا: إقامة الإنسان غيره مقام نفسه فى تصرف جائز معلوم يملكه وقد تكون هذه الوكالة بجعل أو بغير جعل أى وكالة بأجر أو بغير أجر على حسب مايتفق الطرفان وبمقارنة مايجرى فى البورصة بعقود المضاربة والوكالة الشرعية يتضح لنا مايلى:

أن مايطلق عليه المضاربة فى البورصة معناه المخاطرة على سعر السلعة {الورقة} فى تصفية معينه وهى إما مضاربة على الصعود ومعناها أن المضارب { السمسار} يشترى الورقة بسعر وهو يخاطر فى أنه سيرتفع فيبيع { حالا} مااشتراه مؤجلا بالسعر المرتفع ويقبض

(1) ابن رشد – بداية المجتهد – الجزء ٣ صـ ٢٥٨ .

الفرق وإما مضاربة على الهبوط ومعناه أن شخصاً يبيع الورقة بسعر وهو يخاطر فى انه سينخفض يوم التصفية حيث يبيع بالثمن الحالى ويشترى ما اتفق عليه مؤجلاً ويقبض الربح وهذه المضاربة بهذه الكيفية حرام لأن فيها بيع مالا يملكه البائع كما ان فيها بيع المشترى قبل قبضه وهما غير جائزين شرعا، وذلك لأن المضاربة الشرعية تقوم على أساس المشاركة بين العامل وصاحب المال ويتفقان على تقسيم الربح بينهما بنسبة معلومة .

كما أن مايمارسه السمسار فى البورصة لايمثل علاقة وكالة بينه وبين حملة الوثائق وذلك لان السمسار ليس وكيلا عن حملة الوثائق حيث أنه لم يكن موكلا من قبل صاحب الأوراق المالية المودعة لديه فى بيعها والوكيل كما هو معروف لايملك من التصرف إلا مايقتضيه اذن موكله من جهة المنطق والعرف فإذا باع مال موكله بغير إذن لم يجز، كما أن بيعه للأوراق المالية المودعة لديه لم يكن بصفته وكيلا عن صاحب الشأن وإنما بصفته وكيلا عن غير ذى صفه أو شأن { الامر بالبيع} إذ أنه قام ببيع أوراق الاصيل لحساب هذا الاخير متاجرة بأموال الغير دون علمهم .

هذا بخلاف ماتقوم به صناديق الاستثمار من ممارسات غير شرعية فى البورصة تخرجها عن صيغ الاستثمار الشرعية بأشكالها المختلفة ليس فقط المضاربة والوكالة ومن هذه الممارسات ما يلى[1]:

ثالثاً: الأعمال التى تمارسها صناديق الاستثمار فى البورصة :

---

(١) لمزيد من التفاصيل أنظر : عطية فياض – سوق الأوراق المالية فى ميزان الفقه الإسلامى – مرجع سابق – ص ٣١٣-٣٣٨ ، محمد عبد الحليم عمر – الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية – مرجع سابق – ص ٤٨، ٤٩ .

١- البيع الصورى :

ويقصد به خلق تعامل نشط على أحد الأوراق المالية فى الوقت الذى قد لايوجد فيه تعامل فعلى يذكر عليها ويقف الإسلام أمام هذا التصرف موقف جاد ففضلا عن إبطال التصرف وعدم صحته فإنه يتوعد مرتكبة ويعطى لولى الأمر سلطة توقيع الجزاء الرادع لأمثال هؤلاء وما يحدث فى سوق الأوراق المالية من هذه الصفقات يسمى {بالتنامس} ومعناه الزيادة فى ثمن السلعة المعروضة لا لأيشتريها ولكن ليغرر بذلك غيرة.

٢- **اتفاقيات التلاعب فى أسعار الأوراق المالية :**

وتتم هذه الاتفاقيات بواسطة شخصين أو أكثر وتستهدف احداث تغيرات مفتعلة فى أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح وهذا الأسلوب يعتمد على ترويج الإشاعات لتحقيق المصالح الشخصية وقد لاقى هذا التصرف نهياً شديداً من قبل الفقه الإسلامى لأن الإسلام حث على الصدق فى التجارة ونهى عن التضليل وترويج الاشاعات الكاذبة بقول الرسول ﷺ « إن التجار هم الفجار قالوا يارسول الله أليس قد احل الله البيع ؟ قال بلى ولكنهم يحلفون فيأثمون ويحدثون فيكذبون » .

٣- **الشراء بغرض الاحتكار :**

ويقصد به قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينه وذلك بغرض تحقيق نوع من الإحتكار يمكن فيما بعد من بيع الورقة للراغبين فى شرائها بالسعر الذى يراه، وقد

نهى الإسلام عن الاحتكار لما فيه من ضرر ، فعن عمر ﷺ قال: قال رسول الله ﷺ « الجالب مرزوق والمحتكر ملعون » . وعن أبى هريره ﷺ قال: قال رسول الله ﷺ : « من أحتكر حكره يريد أن يغلى بها على المسلمين فهو خاطئ وقد برئت منه ذمة الله » .

٤- **البيع النقدى الجزئى والبيع على المكشوف :**

وهما يدخلان فى بيع الانسان مالا يملك وبيع ماليس عنده وهما من الصور الممنوعة شرعا فى قول الرسول ﷺ « لايحل سلف ولاشرطان فى بيع أو ربح مالم يضمن ولابيع ماليس عندك » رواه الترمزى .

٥- **اسغلال ثقة العملاء من قبل السمسار :**

وذلك بتقديم معلومات إلى العملاء عن بعض الأوراق المالية ليحفزه على الشراء أو البيع وتأكيد ذلك بالحلف وغيرة، وهذا يدخل فى عديد من الصور المنهى عنها شرعا فى المعاملات ومنها :

- تلقى الركبان: أى تلقى العملاء قبل ان يدخلوا السوق ويتعرفوا على الأسعار ويخبرهم بمعلومات غير حقيقية ، وقد نهى الرسول ﷺ عنه .
- غبن المسترسل: المسترسل هو الذى لاخبرة له بالبيع والشراء وعكسه المماكس فاستغلال السماسرة لمن يسمون بالسذج فى البورصة يدخل فى هذه المسألة وقد جاء فى الحديث (غبن المسترسل ربا) الحسبة لابن تميمة ص ١١ .

• الحلف: بمعنى تأكيد كلامه غير الصادق بالقسم بالله من أجل ترويج الورقة ويدخل فى ذلك كل تأكيد بغير الحلف مثل تقديم معلومات مالية غير صادقة عن حالة الشركة والمركز المالى لها، وقد جاء فى ذلك قول الرسول ﷺ « الحلف منفقة للسلعة ممحقة للبركة » " صحيح البخاري" أى أن القسم الكاذب وإن كان يؤدى إلى رواج السلعة إلا أنه يمحق البركة فى المال الذى يتم إكتسابة من الصفقة .

٦- **عمليات التأجيل الغير مشروعة التى تمارس فى البورصة :**

قد يأتى موعد التصفية والسمسار فى حالة سيئة لا تمكنه من دفع المبلغ أو الأوراق الكاسدة وبالتالى فهو يبحث عن ممول يقبل أن يتدخل فى الصفقة ليتحمل عنه هذه الخسارة مقابل فائدة يدفعها إليه، وتتفق هذه العملية مع مثيلاتها فى عدم الشرعية حيث لايسلم المعقود عليه الثمن أو المثمن بالاضافة إلى ان عملية النقل هذه فيها ربا واضح. ومما يجعل العقود الآجلة غير جائزة شرعا أنها تشتمل على بيع الشخص مالا يملك اعتمادا على انه سيشتريه فيما بعد ويسلم فى الموعد وهذا منهى عنه شرعا لانه ليس من قبيل بيع السلم الجائز فى الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين :-

الأول: فى البورصة لايدفع الثمن فى العقود الاجلة فى مجلس العقد وانما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما الثمن فى بيع السلم يجب أن يدفع فى مجلس العقد .

الثانى: فى البورصة تباع السلعة المتعاقد عليها وهى فى ذمة البائع الأول وقبل ان يحوزها المشترى الأول عدة بيوعات

وليس الغرض من ذلك الا قبض أو دفع فروق الاسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء بينما لا يجوز بيع المبيع فى عقد السلم قبل قبضة.